全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

著名经济学教授，畅销书《漫步华尔街》作者伯顿·马尔基尔诚意推荐

BUFFETT BEYOND VALUE

价值投资之外的巴菲特

为什么巴菲特在投资时
注重公司成长与管理

WHY WARREN BUFFETT LOOKS TO GROWTH
AND MANAGEMENT WHEN INVESTING

[美] 普雷姆·杰恩 Prem C. Jain　沃伦·巴菲特 Warren Buffett 著
汪涛 郭宁 韩瑾 译



被业界称为第一本来自学术界、详细剖析巴菲特投资方法的权威著作
所有"巴菲特迷"一直寻找的、当代最伟大投资者的思想结晶

基于伯克希尔-哈撒韦公司过去50年间所有年报以及
巴菲特致股东和合伙人的信等数千页亲笔资料创作而成
透露了巴菲特60年成功投资的真正关键——"价值+成长性"的投资策略

中国青年出版社 CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

前言

巴菲特的投资模式

抓住问题的关键

简单制胜

你将从本书中学到什么

第一部分　投资就像寻宝游戏

第一章　聪明投资者的乐趣

击败股市的概率：如何将1%的机会变成100%的收益

如果你投资了巴菲特的公司，你的回报将会有多高

第二章　巴菲特投资哲学的演进：1965—2009年伯克希尔-哈撒韦公司的投资启示

1965：情况变糟后别再继续投钱

1967：投资你熟悉和了解的行业

1973：现金流为王

1977：关注保持成功增长的公司

1980：股价下跌后开始买入

1984：仔细区分披露的财务数据与真实财务状况

1985：谨慎对待高资本支出的夕阳行业

1986：关注公司的奢侈品支出，了解真实的公司文化

1988：绝佳的股票要大量买入，长期持有

1989：看上去愚蠢的行动 VS.愚蠢的行动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1990：悲观主义是你的朋友

1991：避开自己不了解的行业，控制风险

1992：警惕股票分拆政策

1993：找到优秀的CEO

1994：普通行业的巨大成功

1995：关注管理团队优良的公司并购行为

1996：千万不要卖得太早

1996：了解公司的雇佣惯例，摒除偏见

1997：保持耐心

1999：对自己负责

2000：在过度兴奋时卖出股票

2001：当灾难来临时不要只关注损失

2002：警惕可能带来大规模破坏的金融衍生品

2008—2009：抓住市场崩溃的投资时机

第二部分　巴菲特式投资=价值+成长性

第三章　价值投资

价值投资和两大基本原则

对价值投资有帮助的其他指导原则

价值投资真的有用吗

价值投资策略的三大问题

第四章　成长性投资

可口可乐公司是成长性股票

怎样确定成长性公司股票

业务记录的重要性：　销售收入和收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非科技类高成长性股票的典型案例——麦当劳

第五章　　内在价值

计算内在价值

何时买入股票：考虑安全边际

第六章　　巴菲特的投资原则=价值+成长性

伯克希尔-哈撒韦公司是一只成长性股票

价值+成长性

伯克希尔-哈撒韦公司的投资案例

第三部分　　利用别人的钱

第七章　　保险：别人的钱

保险公司：利用别人的钱

第八章　　再保险：更多别人的钱

规模很重要：伯克希尔-哈撒韦公司对通用再保险公司的收购

诚信保险公司的失败

第九章　　延期纳税：来自政府的免息贷款

伯克希尔-哈撒韦公司持有的100亿美元政府免息贷款的价值

10 000美元投资25年在有无税收递延待遇情况下的收益

第四部分　　在零售业、制造业及公用事业领域内的成功

第十章　　如果你不了解珠宝，那你就去了解珠宝商

与沃尔玛的比较：成本优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

黑尔斯博格钻石公司、本桥珠宝公司及其他珠宝公司

盈利能力： 伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业与蒂芙尼公司的较量

第十一章 要像B女士这样去和别人竞争

知道何时不展开竞争：内布拉斯加家具城

威利家具店

事达家具店和约旦家具店

寇特家具的商业服务

第十二章 为什么投资公用事业公司

中美能源公司收购案和其他收购案的相似性

非价格收购的4个标准

第十三章 制造业公司，诚信经营带来的高利润

史考特飞兹公司的成功

萧氏工业集团、马尔蒙控股公司以及麦克莱恩公司

第五部分 风险、多元化以及卖出股票的时机

第十四章 风险和波动性：如何从盈利的角度来思考

风险和收益：持有期限

波动性带来机会

1987年市场急剧下跌带来的机会

1973—1974年以及2008—2009年的缓慢下跌

了解更多关于下跌风险的事

第十五章 流动性带来机遇：为什么要持有现金

流动性和机遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司的可转换投资

伯克希尔-哈撒韦公司的近期投资： 箭牌公司、高盛集团、通用电气公司、瑞士再保险公司和陶氏化学公司

第十六章 多元化：你到底该持有几个篮子

多元化

伯克希尔-哈撒韦公司的多元化程度如何

你该持有多少只股票

菲利普·费雪警告反对过度多元化

多元化和“多元恶化”

第十七章 最佳时机：何时卖出股票

伯克希尔-哈撒韦公司股票组合的交易量： 为什么某些股票是巴菲特几乎永久持有的

两个主要的卖出理由

第六部分 市场效率

第十八章 股票的市场效率

我在股市中能赚到钱吗

绝大多数学者赞成有效市场理论

市场无效的最新证据

第十九章 套利和对冲基金

兼并交易中的套利

巴菲特成功套利的案例

长期资本管理公司：一只对冲基金和伯克希尔-哈撒韦公司的故事

你应该投资对冲基金还是私募基金呢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七部分　　盈利能力与会计

第二十章　　M = Monopoly （垄断） = Money （财富）

拓宽“护城河”

垄断公司的收益

主导地位并不意味着高利润

如何寻找垄断公司

不要急于抛售垄断公司的股票

第二十一章　　高度竞争的行业中谁能取胜

保险是类似于零售行业的商品经营业

领头羊的两大特征：低成本和客户满意度

公司如何将低成本保持下去

第二十二章　　房地产、工厂和设备，好投资还是坏投资

资本密集度

资本密集度和管理质量

第二十三章　　成功的关键：净资产收益率和其他比率

净资产收益率：　一家企业的基本业绩

资产收益率

巴菲特与会计学

第二十四章　　会计商誉的重要性

会计商誉和它的经济价值

商誉和收益

收购企业的商誉和收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八部分　　　投资心理学

第二十五章　　　你该知道多少心理学知识

大众与你

检查你的买卖模式

你可以改变自己吗

心理学如何帮助你

如何理解投资者的心理偏见

投资决策中的重要问题

第二十六章　　　错误的力量

错误和霉运

从错误中学习

为之错和不为之错

第九部分　　　公司治理

第二十七章　　　股息在这个时代有意义吗

伯克希尔-哈撒韦公司不支付股息

微软公司和它的特殊股息

第二十八章　　　该不该投资那些回购股票的公司

回购股票是一个好消息

伯克希尔-哈撒韦所投资公司的股票回购情况

为什么伯克希尔-哈撒韦公司不回购股票

第二十九章　　　员工、董事、 CEO：公司治理的三个方面

伯克希尔-哈撒韦公司的职工补贴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

给公司董事和高管的补贴

补贴计划中的股票期权问题

如何识别优秀的CEO或其他高级经理

第三十章　　大股东，他们是你的朋友

从由创始人掌管的公司中寻找投资机会

结语

不要亏损

在你能胜任的范围内投资

找到对的人

译后记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

本书适用于任何一位有兴趣学习巴菲特倡导的投资理念并愿意将其付诸股票投资实践的读者。 20多年前，我在沃顿商学院教书，偶然间看到了巴菲特的一篇文章，这促使我开始认真研究巴菲特的投资方式。我发现，巴菲特的投资理念与传统的学院派观点有很大差别，我对此很感兴趣。学院派观点坚持认为，想要获得超过市场平均水平以上的收益率是不可能的事，可是巴菲特的观点刚好相反。他认为，只要仔细研究公司的基本面以及管理质量，投资者肯定可以获得超过市场平均水平的收益。长久以来，巴菲特骄人的投资业绩是这一观点最有力的证据。对巴菲特取得的成功，绝大多数学者要么是把它看作极其特殊的例外情况，要么是给巴菲特贴上“天才”的标签，认为他的成功无法复制，也无法按照常理解释。而我想知道的是，我们如何运用系统性的方法了解并模仿巴菲特的投资理念。

绝大多数作者——其中包括很多学者，都把巴菲特定位为价值投资者。然而，我认为巴菲特并非仅仅是一位价值投资者——至少从人们对“价值投资”这个术语的含义普遍认同来看，情况并非如此。巴菲特经营的上市公司——伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway），其资产、收入、净价值和市场价值在44年间保持着年均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约20%的增长率。如此惊人的增长速度更像是一名卓越的成长性投资者才能获得的战绩。与其他同样积累了巨额财富的商人相比，巴菲特的成功是基于其经营的企业以及对多个不同行业的投资，而且他投资的行业甚至不是那些曾经红极一时的热门行业。这也是巴菲特与其他成功的投资者另一不同之处，事实上，这也是我为什么要认真研究巴菲特的重要原因。沃伦·巴菲特是一个非常诚恳的人，他知道自己有着特殊的天赋，他没有将这种天赋隐藏起来，而是选择把自己最宝贵的经验与做相关研究的学者分享。巴菲特本人根据自己的投资理念与投资原则创作了很多文章和著作，我们可以根据这些资料仔细研究巴菲特的投资策略与方式。

巴菲特之所以能够获得非同凡响的成功，不仅仅是因为他能够坚定地执行最重要的价值投资原则——将亏损风险尽可能地控制在较低水平；更关键的一点是，他同时遵循了成长性投资的基本原则——把资金主要投资于那些具有可持续增长潜力的公司。所以说，巴菲特是将价值投资与成长性投资的基本原则结合在一起使用的。

不过，他并没有像众多成长性投资者那样投资于高科技企业。我们只需好好研究一下他掌管的伯克希尔-哈撒韦公司到底收购了哪些企业，就能更好地理解巴菲特独特的成长性投资原则。巴菲特只会收购那些整体管理质量非常好的企业。在投资普通股时，巴菲特也坚持了这一原则。我对巴菲特的投资理念进行了透彻的分析，贯穿全书始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

终，每一章都有一个特定的讨论主题。无论市场处于牛市还是熊市，这些投资原则都具有较强的实用性。

巴菲特的投资模式

作为一名老师兼学者，我的目标不仅仅是要研究巴菲特的投资操作规律，更重要的是，要弄清楚他为什么能获得如此优异的投资业绩。为什么巴菲特的投资模式能够如此成功？他的投资策略与当时金融市场上的种种实例究竟是怎样结合在一起的？

这些疑问促使我于1997年在杜兰大学（Tulane University）开设了一门新课程。这门新课程引入了一个崭新的金融研究视角，要求学生们结合当代金融研究的最新成果分析巴菲特的相关著作与投资决策。与此同时，学生们还分析了许多公司。

1999年，杜兰大学从学校的捐赠基金中拨出200万美元创建了一个投资组合，学生们在我的指导下负责该投资组合的具体管理与运作。2002年，我离开杜兰大学，前往乔治城大学（Georgetown University）任教，而谢里·泰斯（Sheri Tice）教授继续讲授这门越来越受欢迎的课程。

首先，我们必须认识到，巴菲特的观点并不总是与现代金融理论相左。例如，所有商学院都会讲授有关现金流贴现以及净现值的概

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

念。除了净现值的理念，内在价值与安全边际也是巴菲特投资模式的核心观点。此外，多元化投资也是巴菲特看重的关键点。巴菲特对多元化投资的观点虽然与传统投资学教科书讲述的内容并不完全相同，却比较相似。不过，本书主要研究的是巴菲特的投资理念，而不是大学教授们通常讲授的那些内容。我的目标是向读者提供一种在股票市场上更具操作性的投资策略。

抓住问题的关键

巴菲特之所以能获得如此巨大的成功，原因之一就在于，他总是能抓住问题的关键所在。同样，为了抓住重点，本书的各个章节将遵循问题—答案的模式进行编排。

这种编排方式能够帮助读者集中精力关注最重要的问题，同时，这些问题也是多年来投资者、学生和同行们一直问我的问题。在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上——在过去20多年间，我曾多次参加这个会议，沃伦· 巴菲特和查理· 芒格[1]要花上好几个小时来回答与会者提出的各种问题。 2003年，巴菲特应我的邀请给乔治城大学的师生做演讲时，也采用了同样的问题—答案模式。

尽管本书的研究重点是巴菲特的投资模式，但与此同时，我也介绍了其他投资者和学者们的一些观点，这有助于帮助读者更好地构建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

适合自己的投资策略。例如，如果在讨论投资问题时没有把本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和戴维·多德（David Dodd）这两位伟大先行者的研究成果囊括进来，那么这种研究肯定是不全面的。同样，在讨论成长性投资策略时，我也会把菲利普·费雪（Philip Fisher）和彼得·林奇（Peter Lynch）的观点介绍给读者。

对于巴菲特的投资理念，没有人能比他自己阐述得更加清楚。显然，他对投资有着自己独到的见解。2008年3月，《福布斯》杂志将巴菲特评选为“全球最富有的人”，个人资产高达620亿美元。1997年，我在写给巴菲特的一封信中说，如果他能写本书，那么后人肯定会感激他的。巴菲特回信说：“事实上，这本书早就在我的大脑里了，只不过其中的大部分内容已经在年报上讲过了。”因此，即使巴菲特本人写作的投资书籍还需要等待，我也决定先把自己的研究成果与大家分享。为了弄清楚巴菲特的思路，我仔细研究了伯克希尔-哈撒韦公司过去50年间的所有年报、1958—1969年间巴菲特与合伙人的通信，以及我能找到的巴菲特亲自撰写的所有书面材料。这些努力对我的研究很有帮助，我也尽自己最大所能把巴菲特的投资思想体现在本书的每一个章节中了。

简单制胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特并不推崇复杂的数学模型。他亲自撰写的书面材料中曾这样写道："成功的投资并不需要投资者必须掌握贝塔（beta）、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或者新兴市场这些复杂的理论。"有了这句话，我敢肯定，即使读者对金融数学一窍不通，也能读懂这本书并从中受益。与巴菲特的观点相同，我的经验也证明运用数学模型选择个股并不是很有用。相反，有时这样做反而有害，因为它会让你对自己的投资能力过分自信。

2008—2009年的金融危机表明，过于依赖数学模型会让投资者对风险—收益关系产生一种错误的安全感。

阅读本书要求读者必须了解会计和金融方面的一些基本知识，不过股票市场绝大多数的投资者早就对盈利、股息和权益回报率这样的名词耳熟能详了。我的目标是阐述这些术语的内在含义，读者可以更有效地使用这些术语或概念进一步提升自己的投资模式。如果你连基本的投资学知识都不太了解，那么在阅读本书的某些章节时可能会遇到一些障碍。不过即便如此，你也会发现书中更多的是在讲如何挑选股票，而不是一味地玩弄数字。如果在选股时单纯使用数学模型就能搞定，那么共同基金经理们只需要雇用一大批研究火箭的科学家，就能赚到超高收益了。然而，事实恰好相反：只使用简单投资原则的投资者通常要比严重依赖数学模型的投资者做得更好。

本书主要讨论巴菲特的投资理念，因此，全文主要围绕与巴菲特的投资模式相关的话题展开，并分析普通大众如何运用这些投资原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及其如何发挥作用。有些读者或许对巴菲特精彩的人生经历早有耳闻。我相信，一名成功的投资者并不需要和巴菲特一样痴迷于桥牌或棒球。同样，你也不必出生在内布拉斯加州的奥马哈市，或者是与巴菲特喜欢吃同样的食物。即使是他的朋友兼商业伙伴查理• 芒格，也不会对他提出的所有观点全盘接受。巴菲特是民主党人，而芒格是共和党人。读者当然也没必要为了向巴菲特学习而加入某个政党。本书只研究巴菲特的投资哲学，因此只会探讨与投资有关的话题。

你将从本书中学到什么

本书包括九个部分，共30章。各章节之间具有一定的连续性，不过大部分章节可以独立阅读。

第一部分（第一章至第二章），我的主要目标是让大家相信投资就像是寻宝游戏。巴菲特获得成功的原因之一是他很享受整个投资过程；同理，如果你也能把投资当作一场游戏并乐在其中，那么将更有可能获得成功。此外，我按照年代顺序概要介绍了伯克希尔-哈撒韦公司发展历史上的重大事件，便于读者了解巴菲特投资哲学的演变过程。历史背景的介绍有助于读者更好地了解后面各章节的内容。

第二部分（第三章至第六章），我阐述了基本的投资策略，即价值投资（value investing）与成长性投资（growth investing）策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

略。我会通过具体的例子，向大家介绍在决定投资之前，如何计算企业的内在价值与投资的安全边际。尤其是在第六章，我解释了为什么不能单纯地把巴菲特的投资策略直接划分为传统的价值投资，因为他总是把价值投资与成长性投资策略有效地结合在一起。总而言之，把巴菲特的投资方法简单地归类为某一种投资模式是错误的做法，这会限制读者的想象力。巴菲特总是选择最理性的做法，以谋求长期创造价值。由于找不到一个更合适的词语，所以我只好把他叫作“新生投资者”。

第三部分（第七章至第九章），我分析了巴菲特如何利用保险公司为其他投资项目获取现金流。要想了解巴菲特，读者必须先对保险行业有一定的了解，因为这是伯克希尔-哈撒韦公司的主营业务。

第四部分（第十章至第十三章），我讨论了巴菲特在零售业、制造业以及公用事业的几个投资项目。这些例子能帮助我们进一步深入了解巴菲特对企业成长和管理质量的重视程度。

第五部分（第十四章至第十七章），我分析了巴菲特对几个传统问题的观点，例如，多元化投资和风险水平。

第六部分（第十八章至第十九章），我讨论的是巴菲特对市场效率的看法，以及读者如何把巴菲特的思想融合到自己的投资决策过程中。

第七部分（第二十章至第二十四章），我回顾了几个与盈利能力和会计操作有关的重要问题。我加入这几章并不是要把读者变成会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

师，但它们有助于开拓读者的视角，让大家的眼光不仅仅局限于传统的投资学范畴。

第八部分（第二十五章至第二十六章），我讲述的是投资心理学方面的内容。如果想成为一名成功的投资者，你必须先认清自己，并在为自己或他人做决定时充分考虑到这一点。

第九部分（第二十七章至第三十章），我着重研究的是公司治理方面的内容，包括巴菲特对首席执行官（CEO）及其他管理者职责的考量，以及为什么他始终强调要在公司上上下下建立起一整套完善的薪酬制度。

本书的结语部分讲述的是，巴菲特一直强调要建立一个在市场上能够获胜的思维模式，一位棒球选手如果想要赢得钻石联赛，就必须要培养出一股气势。

总之，本书会让读者意识到，巴菲特之所以能获得如此巨大的成功，除了其他影响因素以外，最重要的一点是，他始终强调高素质的企业管理人员。他把自己手下的管理人员叫作“全明星队”，并且在伯克希尔-哈撒韦公司每年的年会上，对每一位管理者所获得的成就大肆褒奖。与之相比，绝大多数学者和商学院的教授们更喜欢用各种财务数据作为评价企业管理质量的关键指标。而我的目标是帮助读者提升认识，超越大家以往在大学课堂上、通过公共媒体或其他渠道对投资形成的基本认知。我的目标是不仅要提供一整套投资原则，而且还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要提高读者们对投资的心理认识。无论你是一名个人投资者、学生、学者，还是专业的投资组合管理者，这一点都是至关重要的。

[1] 沃伦·巴菲特和查理· 芒格分别是伯克希尔-哈撒韦公司的董事会主席和副主席。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第一部分　　投资就像寻宝游戏

在第一章，我将会向大家解释，为什么说击败专业的投资基金经理是一件很容易做到的事，以及如何努力使自己的投资业绩跑赢整个市场。我将向大家证明：从长期来看，投资获得的回报是丰厚的。在第二章，我选用伯克希尔-哈撒韦公司发展史上的多个重要投资案例作为素材，帮助大家从沃伦·巴菲特那里学习各种投资经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章　　聪明投资者的乐趣

我想要的其实并不是金钱，而是赚钱的过程与看到金钱的数额不断增加的乐趣。

——沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特经常提及他很乐意经营伯克希尔-哈撒韦公司，并且享受赚钱带来的乐趣。我猜想你们都急切地希望自己的投资收益率能够尽可能地高，而且对于这个目标乐此不疲。其实，这并不困难，只要你掌握了巴菲特常用的基本原则就可以做到。人们喜欢打棒球、高尔夫和桥牌，还喜欢投资股票市场，是因为这些东西本身就能给人带来欢乐。而如果你击败了对手，尤其是当你击败了一个看上去异常强大的对手时，你会更加享受这些比赛。你能够在投资的比赛中取得胜利吗？当然可以！只要你愿意在这方面付出努力，你就一定会成功。你不但能赢，而且由于你经常赢，比赛会给你带来更多的兴奋之情。你的对手其实很弱小，它就是“市场先生”。“市场先生”的情绪经常忽上忽下，你的表现很容易就会超越那些专业的投资管理人员。投资并不像人们想象的那么难，它是追求财富的快乐游戏。伯克希尔-哈撒韦公司就是我所发现的投资财富之一。这一章我要向大家证明，成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为一名成功的投资者能够给你带来极其丰厚的回报。在本书随后的章节里，我会解释巴菲特的投资原则以及为什么它们能够发挥作用，读者可以运用这些投资原则在股票市场上获得较高的回报。

击败股市的概率：如何将1%的机会变成100%的收益

只有20%的积极管理型共同基金的业绩表现超过了标准普尔500指数。因此，如果你投资积极管理型共同基金，那么你击败市场的概率只有20%。事实上，这一概率水平是很低的。提高成功概率的一个最简单的方法就是购买指数型基金，因为指数型基金的收益率与市场平均收益率基本持平。投资指数型基金而非共同基金，你击败市场的概率就会从原来的20%上升为80%。然而，为什么止步于此呢？在投资的过程中，如何将1%的机会变成100%的收益呢？

从长期历史记录来看，市场的年平均收益率为7%～10%。为了简单起见，我们假设市场的年平均收益率为10%。不过，你投资共同基金所获得的年平均收益率为8%，因为你需要支付2%的共同基金运营费用，其中包括管理费。如果你投资1 000美元购买某只共同基金，而该共同基金可以为你创造8%的年平均收益率，那么1 000美元的初始投资本金在25年后将增值为6 848美元。也就是说，你的净收益等于5 848美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假设你有能力在投资或者选股方面具有比市场平均收益率高出1个百分点的优势。同时还要记住，如果你投资共同基金，你还要多支付2%的手续费和管理费。比市场平均收益率高出1个百分点，或者说你能实现的年平均收益率是11%，如果初始投资额是1 000美元，那么在第25年年末，你的投资总额将会高达13 585美元，净收益为12 585美元。此时，你获得的投资净收益要比投资共同基金所获得的净收益高出两倍以上。这几乎是无法想象的，然而数字不会说谎。即使你不打算自己管理所有的资产，并且不想把所有的钱都用来购买普通股，你还是会发现自己管理一部分资产是非常值得的。至少，这将是一个很好的学习经历，同时整个过程也会令人兴奋不已。

自己投资个股的另一个好处就是你支付的税金可以更低。如果你认真筛选股票并持有很长一段时间，那么与投资共同基金相比，你实际支付的税金会少得多。于是，即使你的投资收益率并没有达到比市场平均收益率高出1个百分点的水平，审慎投资个股所获得的最终收益还是会远远高于投资共同基金所获得的收益。

图1-1向我们揭示了初始投资为1 000美元，按照5%、 10%和15%的年平均收益率计算，在10年、 15年、 20年和25年所获得的收益。请注意，如果你的年平均收益率能达到15%，那么你的投资业绩将会大大优于市场表现。初始金额为1 000美元的投资，在第25年年末，按照15%的年平均收益率计算，最终收益将高达32 919美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

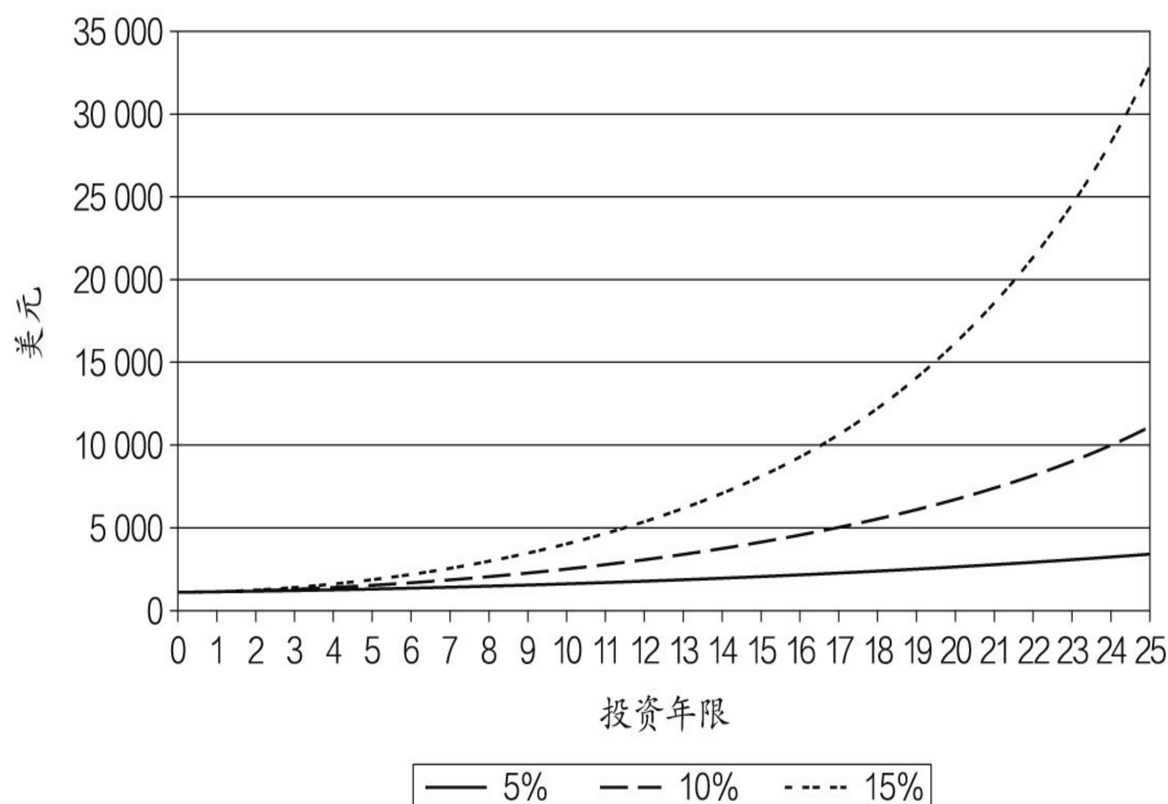


图1-1 在不同的收益率水平下，初始金额为1 000美元的投资在25年后或期间各年份的收益情况

2008—2009年股票市场的崩溃可能会让你对投资感到悲观。然而，历史告诉我们，这并非绝路。这一事件为你提供了一个发现好股票的绝佳机会。巴菲特在《纽约时报》发表文章表示，他正在使用自己的个人投资账户大量买进股票。过去几十年间有着显赫投资战绩的另一位传奇投资大师写道："贯穿我投资生涯的一个重要原则就是在最悲观的时候买进。"因此，我们应当多花点时间学习如何更聪明地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行投资。首先，让我们看一看，如果你先前投资了巴菲特的公司——伯克希尔-哈撒韦公司，那么现在的收益会有多高呢?

如果你投资了巴菲特的公司，你的回报将会有多高

截至2008年年末，在过去的30年里，伯克希尔-哈撒韦公司的年平均收益率高达23%。这一水平是道琼斯工业平均指数（DJIA）和标准普尔500指数年平均收益率的两倍。显然，沃伦·巴菲特的表现令人难以置信。换算成美元来计算，这就意味着，如果你在30年前花1 000美元购买了伯克希尔-哈撒韦公司的股票，那么你今天的投资本息总和将会是50万美元。事实摆在眼前：我们应该向巴菲特学习投资理念，这也正是本书的目标和使命。你也许达不到巴菲特这样的高度，但你不需要成为巴菲特，就可以从股票市场上获取可观的回报。当然，如果你能够复制巴菲特的成功模式，也就是投资的年平均收益率比市场平均收益率高出1/4或者1/3，那么你的长期投资收益率也将是惊人的。普通投资者的投资规模都比较小，与投资规模较大的投资者相比，前者更容易击败市场。 20世纪五六十年代，当时巴菲特以合伙人的身份进行投资，他获得的投资收益率甚至更高。

现在，巴菲特不可能再对规模较小的公司进行投资，因为伯克希尔-哈撒韦公司的投资组合规模非常庞大。而投资规模较小的投资者则可以享受投资小公司的好处。将伯克希尔-哈撒韦公司当作一个整体来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看，当公司规模比较小的时候，收益率水平会更高。即使是在最近的15年里，伯克希尔-哈撒韦公司的年平均收益率也高达12%，而同期标准普尔500指数的平均收益率只有6%。

你可能从来没有想过：你也可以像巴菲特那样选择正确的股票，成为一名优秀的投资者。只要你不轻率、不鲁莽，就一定可以找到能帮助你成功的方法和技巧。巴菲特的一个伟大贡献在于他很慷慨地将自己做了什么以及如何去做都写出来了。如果你有足够的耐心和兴趣，那么就让我们一起开始从大师那里学习如何研究企业并进行投资吧。

小结

巴菲特经常将自己的投资理念描述得很简单，但其实这些理念并不容易掌握。从某种意义上来说，它的确很简单，你只需要找到那些表现优异的公司：管理层既有能力又很诚实，而且公司的股票价格都处在一个相对合理的价格水平上。这样的公司就是你要投资的对象。然而，我们怎样才能找到符合上述条件的公司呢？本书将会告诉大家如何尽可能简单地发现这些公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章 巴菲特投资哲学的演进：1965—2009年伯克希尔-哈撒韦公司的投资启示

历史是通过各种各样的案例来给人们启示的哲学。

——古希腊历史学家修昔底德

1965年，当沃伦·巴菲特开始掌控伯克希尔-哈撒韦公司时，它还只是新英格兰地区的一家小型纺织厂。当时，纺织行业的前景非常暗淡。巴菲特成功地将伯克希尔-哈撒韦公司变成了一家集保险业、制造业、零售业和公用事业为一体的超级控股公司。在44年的时间里，公司股票的账面价值从每股19美元上涨到了每股70 530美元；而与此同时，公司股票的市场价格也由最初的每股8美元上涨到了每股96 600美元。下面我要对伯克希尔-哈撒韦公司发展历史中的一些重大事件进行介绍，主要目的有两点：第一，从成功的案例中学习知识是非常重要的；第二，可以帮助我们快速了解巴菲特的投资原则。在随后的章节里，我们将会对这些投资原则进行深入的探讨和分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1965：情况变糟后别再继续投钱

事件：沃伦· 巴菲特第一次成为伯克希尔-哈撒韦公司的董事，不过当时他还不是公司的CEO。自1962年起，巴菲特开始买入伯克希尔-哈撒韦公司的股票，当时的股价为每股7.60美元。直到1965年，不断的买入使得巴菲特成为伯克希尔-哈撒韦公司的控股大股东，平均收购成本为每股14.86美元。

经验：在最初的16年里，伯克希尔-哈撒韦公司的收入从6 400万美元下降到4 900万美元。然而，公司并没有继续向逐渐衰退的纺织行业投资。不对夕阳行业投资是我们经常听到的这句谚语的最佳写照："情况变糟后别再继续投钱。"伯克希尔-哈撒韦公司的现金流被用来从二级市场上回购公司已发行的股票以及投资其他证券。最主要的经验教训是，当你投资了一家利用自己的现金流来支撑没落产业的公司时，一定要特别小心。

1967：投资你熟悉和了解的行业

事件：伯克希尔-哈撒韦公司试水保险行业，投入900万美元并购了两家保险公司：国家赔偿公司（National Indemnity Company）和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国家火灾与海事保险公司（National Fire and Marine Insurance Company）。这两家公司都位于巴菲特居住的奥马哈市。

经验：巴菲特很可能筹备了一个逐渐发展保险公司的长期计划。这完美地诠释了中国的一句古话：千里之行，始于足下。他投资自己熟悉和了解的行业：保险业。

1973：现金流为王

事件：伯克希尔-哈撒韦公司加大了对蓝筹印花公司（Blue Chip Stamps）的投资力度。

经验：在印花券这个行业里，公司预先收取现金，将印花券（本质上就是欠条）提供给客户。公司并不需要为这些负债支付利息，因此可以利用这些现金投资于其他行业以获取更多的收益。这是巴菲特以最低风险创造现金流的投资哲学的完美写照。保险行业也具有类似的特征。

1977：关注保持成功增长的公司

事件：保险公司通过扩展和并购以飞快的速度保持连续增长。巴菲特在年报中说，在最初的10年里，保险业务收入增加了近600%，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最初的2 200万美元增加至1.51亿美元。

经验：巴菲特对保险行业的深刻了解有助于其锁定最杰出的保险公司管理者，委派他们各自负责独立的业务部门。请注意，保险行业并不是一个快速发展的行业。杰出的管理者是保险公司保持连续增长的关键因素。当这种情况出现时，你一定不要错过这个投资机会。

1980：股价下跌后开始买入

事件：1976年，伯克希尔-哈撒韦公司对盖可保险公司[1]进行了第一笔投资，盖可保险公司那时正濒临破产边缘。伯克希尔-哈撒韦公司收购了盖可保险公司720万股的股票，占其所有股权比重的33%。

经验：巴菲特对于为什么投资盖可保险公司和美国运通公司（American Express）做出了如下解释：

> 盖可保险公司当时面临的难题使其陷入了与美国运通公司1964年爆出色拉油丑闻后相似的困境。两家公司都是独一无二的，也都是暂时受到财务危机的影响，公司的基本面并没有发生实质性的变化。盖可保险公司和美国运通公司本质上都是不错的企业，只不过局部突发的“可切除肿瘤”损害了它们的健康（当然，需要一位技艺高超的外科医生主刀），它们的情况与那些需要发生“彻底转变”的公司有着本质上的差异。在后一种情况下，管理层希望并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

且必须要成功完成公司的彻底转变，实现皮格马利翁效应（Pygmalion Effect）[2]。

巴菲特强调，绝大多数公司的转型并没有成功。然而，盖可保险公司和美国运通公司却是例外，因为它们的基本业务部门是非常健康的。只有当你通过评估确认公司存在的问题只是暂时的，股价大幅下跌后才是买入股票的好时机。

1984：仔细区分披露的财务数据与真实财务状况

事件：巴菲特说过，保险行业损失的估计值可能会与最后披露的数值存在较大差异，因此年报披露的收益数据也会随之发生变化。1983年，根据之前的情况预测，保险事业部的估计损失值约为3 300万美元；然而，一年之后，校正后的实际损失额高达5 100万美元，比最开始预测的损失额高出50%。

经验：下面的故事告诉我们，管理层可以操控企业的盈利数据，其实这并不难做到。

一位正在国外旅行的男子接到姐姐打来的电话，称他们的父亲意外身亡了。不管怎么安排，这位男子都来不及返回国内参加父亲的葬礼，不过他告诉姐姐，安排好了葬礼的各项事宜，可以把账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单寄给他。回到家后，他收到了账单，金额高达几千美元，他立即付了账。在接下来的一个月，他收到了另外一张15美元的账单，他同样支付了账单。再接下来的一个月，他又收到了一张15美元的账单。又过了一个月，当他第三次收到15美元的账单时，他感到很奇怪，就打电话问他姐姐到底是怎么回事。“噢，我忘记告诉你了，爸爸下葬时穿的衣服是租来的。”

编制财务报表需要我们对很多数据进行预测和估计。在分析一家公司时，你应该仔细检查公司几年来的财务报表，只关注最近一两年的财务数据是远远不够的。

1985：谨慎对待高资本支出的夕阳行业

事件：伯克希尔-哈撒韦公司现在已经不再从事纺织生产业务了，而在1965年巴菲特接管公司时，纺织业是公司的主营业务。

经验：巴菲特写道：“一旦公司某项业务出现亏损的迹象，即使我们利用公司额外的利润为这项业务注入资金也是不恰当的做法。”例如，巴菲特认为，另一家纺织公司——伯灵顿工业公司（Burlington Industries）以每股超过200美元的价格买入实际价值仅为60美元的股票就是一笔错误的投资。他写道：“如果一个行业经济基础不好且名声较差，即使有一群声誉良好的管理者决定投资它，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该行业面临的窘境也不会因此而发生实质性的改变。”当你发现某家公司准备投资夕阳行业时（例如，最近几年的美国汽车业），你就不应该投资这家公司了。

1986：关注公司的奢侈品支出，了解真实的公司文化

事件：在一份书面材料的小字说明里，巴菲特写道：“去年我们购买了一架公司商务机。”

经验：公司商务机非常昂贵，而且运行成本和维护成本都很高，就像巴菲特所说的那样，“看起来就像是很烧钱的东西”。虽然对巴菲特来说，购买一架公司商务机并没有什么不妥，也不算奢侈，但他还是觉得不舒服。正如本杰明·富兰克林所说的那样：“把某样东西变为一种合理的需求是很容易的，因为只要人们怀着拥有这样东西的渴望，那么他们总是会找到或创造出各种各样的理由为自己的行为辩护。”作为投资者，你应该注意观察公司的支出情况，从中了解真实的公司文化。

1988：绝佳的股票要大量买入，长期持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事件：伯克希尔-哈撒韦公司花费了5.92亿美元购买了可口可乐公司1 420万股股票。为什么首次购买可口可乐公司的股票就摆出如此大的手笔，巴菲特解释说，他最喜欢的持有期限是永远持有。他进一步说道：“我们会继续把投资集中到少数几家我们完全了解的公司。”他还非常赞同梅·韦斯特（Mae West）的一句话：“好东西不嫌多。”

经验：在大约10年的时间里，伯克希尔-哈撒韦公司持有的可口可乐公司股票的价值翻了10倍。巴菲特之所以能做到长期投资，是因为他只投资那些他非常熟悉而且管理质量良好的公司。关于可口可乐公司的CEO，巴菲特在书面材料里是这样写的：

> 通过将市场营销和财务管理技巧完美地结合在一起，罗伯特·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta）实现了产品和收入的双增长，为股东们创造了更多的收益。显然，消费品生产公司的CEO鉴于其个人的自然倾向或人生经历，在公司管理过程中要么侧重于市场营销，要么侧重于财务管理，偏重于某一领域的结果必然是以企业管理的其他方面为代价。然而，对罗伯特来说，他把这两者完美地结合在了一起，这正是股东们梦寐以求的结果。

绝佳的投资机会少之又少，而且总是稍纵即逝。如果你发现了这样的公司，那就应该大量买入该公司的股票，然后长期持有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1989：看上去愚蠢的行动 VS.愚蠢的行动

事件：1989年，两大自然灾害严重地影响了保险行业的发展。首先，飓风雨果给加勒比地区和卡罗来纳州带来了几十亿美元的损失。其次，在数周时间内，加利福尼亚州发生的大地震引发的损失难以估算，甚至在地震发生后的很长一段时间里都难以恢复。

经验：在1989年自然灾害发生前，保险行业的保费严重不足。与很多人不同，巴菲特总是远离不能盈利的公司。就在地震发生后，情况发生了变化。由于资金实力雄厚，伯克希尔-哈撒韦公司立即提供了总额高达2.5亿美元的灾难保险赔偿金，并在报刊上大肆宣传。

正如巴菲特解释的那样：“当收益率会影响盈利预期时，我们希望尽可能谨慎地估计未来的风险情况。在我们的公司，这方面准备得很充分。”虽然看上去有些愚蠢，但是收取足额保费以应对巨灾风险从长远的角度来看是盈利的。

关于这一点，巴菲特是这样回应的：“我们宁愿看上去显得愚蠢，只要我们的行动不愚蠢就好。”最主要的经验是要理智地行动，而不要管其他人是如何看待这些行动的。

1990：悲观主义是你的朋友

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事件：对于银行业来说， 1990年是极其悲惨的一年。由于投资者担心加利福尼亚州房地产市场泡沫破灭，富国银行（Wells Fargo）的股票价格下跌了将近50%。巴菲特再次增持富国银行400万股股票，这使得伯克希尔-哈撒韦公司持有的富国银行股票数量占其流通股总数的10%。

经验：巴菲特在书面材料中写道：“引发股票价格下跌最常见的原因就是悲观——有时候，悲观情绪是全方位的，它无处不在；而有时候，人们仅仅是对某家公司或者某个行业的前景表示悲观。”但是，你仍要十分小心。巴菲特警告说：“不过这并不意味着，我们仅仅因为某些行业或股票目前在市场上不受欢迎，就认为对其投资是不明智的决定。与之背道而驰的方法是采取跟随大众的策略。此时最重要的是，要有自己的思考而不是追随大众的想法。不幸的是，伯特兰·罗素（Bertrand Russell）对生活的观察常常具有某种非同寻常的力量，同样适用于金融世界：大多数人宁愿选择死亡也不愿意思考。很多人的确是这样。” 2008—2009年，当股票市场的价格下跌了将近40%的时候，巴菲特写道：“在投资的世界里，悲观主义是你的朋友，过度乐观是你的敌人。”

1991：避开自己不了解的行业，控制风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事件：1991年，中途航空公司（Midway）、泛美航空公司（Pan Am）和美国西部航空公司（America West）都进入了破产程序，这一年对美国航空业来说是灾难性的一年。巴菲特预计，伯克希尔-哈撒韦公司投资在美国航空业上的3.58亿美元将会贬值35%左右，降至2.32亿美元。而在一年前，巴菲特就曾写道：“伯克希尔-哈撒韦公司对美国航空业的投资应该全部撤出，除非在未来几年里，该行业规模大幅度收缩。”

经验：投资中的风险无处不在，无论你是投资航空业，还是投资美国国际集团（AIG）。即使是投资固定收益证券，尽管风险比较小，你还是有可能遭受大额损失。关于航空业投资还有另外一个教训。“尽管有大量的权益资本已经注入该行业，但从总体上来说，航空业自诞生以来至今仍然处在净亏损的状态。”巴菲特写道。在经历了美国航空业投资的失败后，巴菲特似乎已经下定决心撤出航空业，因为他认为航空业并不是自己熟悉的行业。如果你只对自己了解的行业进行投资，那么投资风险将会大幅度降低。

1992：警惕股票分拆政策

事件：伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格首次突破1万美元。

经验：股票价格水平不应该被用作衡量股票未来收益的指标。对于长线投资者来说，股票分拆是没有什么帮助的。巴菲特解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说：“总的来说，我们相信公司的股本政策——包括股票不分拆政策，帮助我们聚集了一大批股东，他们与其他股权高度多元化的美国公司有着紧密的联系。”说到底，最重要的考察因素还是公司的业绩。不要因为听到某家公司准备分拆股票就去投资这家公司。2009年，伯克希尔-哈撒韦公司在并购伯灵顿北方圣达菲公司（Burlington Northern Santa Fe）时宣布，将公司的B类股票按照50 ∶ 1的比例进行分拆。如果不进行分拆，规模较小的伯灵顿北方圣达菲公司的股东就不能以免税的优惠条件获取伯克希尔-哈撒韦公司的股票。

1993：找到优秀的CEO

事件：巴菲特对内布拉斯加家具城（Nebraska Furniture Mart）的CEO——B女士的尊敬众所周知。为了表达自己对B女士的敬意，巴菲特这样写道：

> B女士——罗斯· 布朗金（Rose Blumkin）女士，于1993年12月3日度过了她的百岁生日（蜡烛的开销甚至比蛋糕还要高）。当天晚上，按照预先的计划，她经营的家具城晚上也要营业。每周总是工作7天的B女士，不管家具城要开门营业多久，她总是能够做出正确的决策：很简单，她把自己的生日宴会推迟到晚上，直到家具城关门后才进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

77年前，罗斯女士来到美国，当时她还不会说英语，也没有接受过正规的学校教育。 1937年，她以500美元的价格买下了内布拉斯加家具城。

1992年，家具城的销售规模高达2亿美元。到目前为止，这是美国家具城销售收入的最高纪录。我俩10年前相识， B女士那时将自己拥有的一部分产业卖给伯克希尔-哈撒韦公司，我们在没有看到审计过的财务报表、核查不动产记录或是获取任何担保的情况下就完成了这笔交易。简单地说，她一诺千金，值得我们信赖。

当然，我非常愿意参加B女士的生日宴会。毕竟，她已经答应我，会来参加我的百岁生日宴会。

经验：巴菲特经常强调良好的经营记录的重要性。显然， B女士没有高学历，但她成功地经营了一家公司，并在较长时间内保持良好的经营业绩。巴菲特发现了她的能力，认为这是一个不错的投资机会，因此毫不犹豫地与她结成合作伙伴。从这个例子可以得出这样的结论，那些拥有出色经营记录的CEO们是你的最佳投资对象。

1994：普通行业的巨大成功

事件：巴菲特分析了史考特飞兹公司[3]是怎样获得巨大成功的。他写道：“史考特飞兹公司在1993年就进入了‘世界500强’名单——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的净资产收益率排名上升到第四位。你可以将史考特飞兹公司的成功归功于公司恰好处在盈利周期的最高点、拥有垄断地位或者财务杠杆效应等因素。然而，上面提到的这些都不是真正的原因。”那么，史考特飞兹公司获得巨大成功的根本原因究竟是什么呢？

经验：巴菲特是这样解释的：“拉尔夫（史考特飞兹公司的CEO）成功的原因并不复杂。本杰明• 格雷厄姆早在45年前就教导我，在投资的过程中，即使没有惊天动地的大动作，也同样能够获得令人艳羡的高额回报。随后，我很惊讶地发现，这一结论同样适用于公司各方面的管理。企业的管理者只需要处理好一些基本的管理事务，精力不要过度分散。这就是拉尔夫成功的秘诀。”这个例子与前面提到的B女士的例子类似，它再一次证明，了解企业管理者过去优异的经营业绩，将会帮助你获得更多的超额收益。

1995：关注管理团队优良的公司并购行为

事件：1995年，伯克希尔-哈撒韦公司并购了黑尔斯博格钻石公司（Helzberg’s Diamond Shops），在这次并购中，巴菲特写道：

> 杰夫（Jeff）正是我们所需要的管理者。事实上，如果不是杰夫在管理企业，我们是不会并购这家公司的。购买一家没有优良管理团队的零售企业，就像购买了没有电梯的埃菲尔铁塔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经验：与巴菲特的经历不同的是，很多公司的并购并不成功，原因就在于他们没有优秀的管理团队，而且公司的根基没有建设好。彼得·德鲁克（Peter Drucker）曾经恰如其分地指出，这些公司并购案的动因都是过度自信："交易的魔力让人们忽视了实际工作。谈判成交的过程令人兴奋而且很有趣，具体的工作却是烦琐、劳累的。然而，做任何事情都要从一大堆令人疲惫的烦琐工作开始……而交易过程总是充满着浪漫和诱惑的气息。这就是为什么一些毫无意义的交易你也愿意去做。"巴菲特经常向经理人就并购事宜提出各种质疑，你也应该这么做。

1996：千万不要卖得太早

事件：当盖可保险公司出售其剩余的50%股份时，伯克希尔-哈撒韦公司购买了这些股份，从而实现了对盖可保险公司的完全控股。尽管巴菲特第一次购买盖可保险公司的股票是在1951年，当时他用的是自己的个人账户，但1952年他就将这些股票卖出了，之后他一直对卖出这些股票表示非常痛心和遗憾。于是，从1976年开始，他以公司的名义再次买回了这些股票。

经验：巴菲特解释说，尽管在1952年卖出盖可保险公司的股票时，他赚取了15 259美元的利润，"然而在接下来的20年里，我卖掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的盖可保险公司股票的价值高达130万美元，这给了我一个沉重的教训，那就是在确定公司未来发展前景良好的时候，卖掉它的股票是一种非常失策的做法。”我曾于1987年第一次购买了伯克希尔-哈撒韦公司的股票，用的也是个人账户，一年后，我就卖出了这些股票，随后我一直对这一决定感到非常后悔。于是，我又买进了伯克希尔-哈撒韦公司更多的股票，现在它是我最大的股票投资。从这两次事件，我们可以得出一个结论，那就是，不要为了一点蝇头小利就卖掉一只好股票。

1996：了解公司的雇佣惯例，摒除偏见

事件：飞安国际公司（Flight Safety International） 79岁的创始人和CEO艾伯特·尤斯基（Albert Ueltschi）将自己的公司卖给了伯克希尔-哈撒韦公司。艾伯特在航空业工作了一辈子，而且成功地完成了查尔斯· 林德伯格（Charles Lindbergh）式的飞行创举——飞跃大西洋。巴菲特对尤斯基的用人策略给出了如下评价：

> 细心的观察人士一定会从我们的雇用决定中得出这样的结论，那就是早些年间，美国公平就业机会委员会（EEOC）有关年龄歧视方面的规定让查理和我左右为难。然而，最真实的原因是我们要考虑自身利益。新员工总是需要相当长的一段时间才能适应并掌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

握新技能。伯克希尔-哈撒韦公司很多年过70岁的管理人员，现在依然能够击打出与年轻人一样令人吃惊的高速“本垒打”。因此，与我们这样的老者一起共事，就像一位76岁的老人要游说一位25岁年轻、美貌的女子跟他结婚一样，需要采取一些迂回的策略才能成功。“那你是怎样让她接受的呢？”与他同一时代的人羡慕地问道。他回答说：“我告诉她，我已经86岁了。”

经验：个人的表现是非常重要的，也正是在此基础上，我们才能公正地评判一个人，而不是根据这个人的年龄来评价他。正如巴菲特进一步解释的那样：“尤斯基可能已经79岁了，但他的容貌和举止看起来只有55岁。未来他仍然能够像过去那样管理好企业。我们肯定会获得成功。我已经告诉他，尽管我们并不相信分拆伯克希尔-哈撒韦公司的股票能够带来什么好处，但我们愿意按照2∶1的比例‘分拆’他的年龄——当他100岁的时候，我们会假想他只有50岁。”当你评价哪些人值得投资时，不要带有年龄或其他偏见。

1997：保持耐心

事件：伯克希尔-哈撒韦公司的报告称，公司投资并买入了总价值为46亿美元的零息票长期国债。如果利率上升，伯克希尔-哈撒韦公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

将遭受严重的损失；不过，如果利率下降，公司将获得丰厚的资本利得收益。为什么巴菲特会做出这么反常的投资决策呢？

经验：巴菲特首先解释了当股票市场气氛热烈、火爆异常时，应该遵守怎样的投资纪律。

在这种情形下，我们应该尽力试一试泰德·威廉姆斯（Ted Williams）所提倡的投资纪律。在他创作的《击球的科学》（The Science of Hitting）一书中，泰德解释说，他将击打区域分为77块，每个区域的大小正好跟一个棒球的大小相等。他知道，当球正好飞往区域上下时，很容易命中0.400这个点。即使他投掷得很差劲，属于核心区域的外延，也能够命中0.230这个点。换句话说，为了投出更漂亮的球而不断努力就像是奔跑在通向《名人堂》（Hall of Fame）的大道上；不假思索地乱打一气只能成为二三流的击打手。

巴菲特决定不击打——也就是说， 1997年，他并不准备在股票市场上进行额外的投资。然而，他也清晰地表明：“日复一日，站在那里没什么动作，肩膀上扛着一只球棒发呆，看起来也不是什么有趣的事。”尽管不容易做到，但对成功的投资来说耐心是非常重要的。当股票的价格已经远远高于其基本价值的时候，远离市场，不要投资，保持耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1999：对自己负责

事件：到目前为止，从巴菲特的投资经历来看，伯克希尔-哈撒韦公司今年的业绩表现与标准普尔500指数相比，绝对收益要逊色不少，相对收益也是如此。巴菲特对自己的资本配置表现给出了D的评分，他并不满意自己的投资业绩。

经验：当公司的业绩表现低于市场平均水平时，对公司管理人员不满是很正常的一件事。如果不是由个人来承担责任，那么在通常情况下，投资者都会将表现不佳的原因归于外在的经济环境或者利率波动。与之相反的是，针对1999年的糟糕表现，巴菲特这样写道：

> 即使是糊涂大侦探（Inspector Clouseau），也能找到去年糟糕表现的罪魁祸首，就是公司的董事会主席。我的业绩提醒我，在去年的投资方面，我拿到的成绩是4个F和一个D，显然我并没有很好地领会董事会的决议。“孩子啊，”他懒洋洋地说道，“我觉得你在那方面花的时间太多了。”我的“那方面”就是资本配置。1999年，我的投资业绩最多只能拿到一个D。

不要责怪他人。当你应该为投资失败负责任时，就要像巴菲特所做的那样，勇于承担责任。从失败中学习是很容易做到的事，这样做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以避免你再犯相同的错误。

2000：在过度兴奋时卖出股票

事件：巴菲特提醒说："通常情况下，股票的长期前景并不总是那么令人兴奋。"

经验：事后我们发现，巴菲特在2000年股票市场开始下跌之前就已经卖出了手中持有的部分股票。可口可乐公司的股价在1998年最高点时曾经达到了每股85美元。 10年后，可口可乐公司在2009年的股价大约是每股45美元。正如巴菲特说过的那样，股票市场总是周期性的高涨，投资者从中获得的教训就是要在市场过度繁荣时及时卖出股票。

2001：当灾难来临时不要只关注损失

事件：2001年9月11日，恐怖分子袭击了纽约的世贸中心和华盛顿的五角大楼。

经验：巴菲特预测，与2001年9月11日恐怖袭击行为相关的保险损失将会高达22亿美元，这是伯克希尔-哈撒韦公司遇到的金额最大的保险理赔。即使是伯克希尔-哈撒韦公司也没能预测到美国会遭遇这样一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场恐怖袭击，不可能为这样的灾难事先做好防范的准备。 9月26日，巴菲特在给管理层的信中这样写道：“在经营管理过程中，你应该关注什么？像往常一样继续工作……一个月前做出的所有经营决策今天仍然有效。”从本质上来说，巴菲特认为，这样的灾难实际上是管理层扩张业务规模的一个好机会。

2002：警惕可能带来大规模破坏的金融衍生品

事件：以安然公司（Enron）为例，巴菲特分析了金融衍生品交易可能带来的巨大损失，并且决定不再进行金融衍生品交易。而伯克希尔－哈撒韦公司在1998年并购通用再保险公司（General Re Corporation）后，开始从事这方面的业务。

经验：巴菲特写道：“我们试图对任何巨大的风险保持高度谨慎，我们当前的状态可能会因为持有大量的金融衍生品合约而陷入较大的风险中。”他在报告中明确提出：“在我们看来，金融衍生品是可以带来大规模破坏的金融武器，其危害现在也许还没有显现，却有可能是致命的。”对于投资安然公司、世通公司（Worldcom）、美国国际集团、贝尔斯登（Bear Stearns）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）、房地美（Freddie Mac）和房利美（Fannie Mae）等大公司的投资者们，由于这些公司在金融衍生品交易中损失惨重，使得投资者基本上面临血本无归的惨景。对于普通投资者来说，最重要的教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

训就是不要投资那些商业模式难以理解或者是财务报表难以解读的公司。

2008—2009：抓住市场崩溃的投资时机

事件：2008年9月至2009年3月，在这6个月的时间里，伯克希尔-哈撒韦公司的A股价格从最高时每股15万美元下跌至每股7.5万美元，下跌了50%。市场的整体跌幅与公司股票价格的跌幅基本相当。

经验：正如巴菲特所指出的那样：“在这所有的坏消息中，永远不要忘记美国所面临的形势比以往任何时候都更加严峻……不过，我们并没有失败，我们必将战胜一切困难。”这不是伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格第一次下跌幅度达到50%。自巴菲特掌管该公司以来，这种情况曾经发生过三次。 1998—2000年间，伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格从每股7.9万美元下跌至每股4.4万美元，下跌幅度为45%。每次下跌之后，都是投资者买入伯克希尔-哈撒韦公司股票的好时机。因此，我建议各位一定要做好功课，在我看来， 2009年下半年仍然是买入伯克希尔-哈撒韦公司股票以及其他财务政策稳健、业绩表现优异的公司股票的好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

从1967年收购两家小型保险公司开始，伯克希尔-哈撒韦公司一直在扩张其保险业务，如今已经成为世界上规模最大的保险公司之一。本章讨论了伯克希尔-哈撒韦公司过去44年间发生的重要事件和里程碑式的重要决策，这在很大程度上反映了巴菲特的投资决策与投资实践。巴菲特长久且成功的投资记录以及他与大众一起分享投资思想的做法，使得我们有机会可以与他进行深层次的交流。本书接下来的内容将会深入分析巴菲特的投资策略和原则，并解释为什么这些投资原则会发挥如此重要的作用。

[1] 盖可保险公司（GEICO），美国第四大汽车保险公司。

[2] 皮格马利翁效应，暗示从本质上来说，人的情感和观念会不同程度地受到别人下意识的影响。

[3] 史考特飞兹公司（Scott Fetzer），伯克希尔-哈撒韦公司在1986年以3.15亿美元的价格收购的子公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第二部分　巴菲特式投资=价值+成长性

“价值投资”这个词语通常意味着以各种财务指标为分析基础的投资风格，类似的财务指标包括市盈率或者市价与账面价值比率。与此相对应的是，成长性投资则意味着投资者需要寻找那些未来可能会以较快速度成长的公司进行投资。在本书第三章和第四章，我将分别介绍价值投资和成长性投资，并在第五章重点分析内在价值这一概念，内在价值是投资者根据公司的资产及收益状况估算出的股票价值。在第六章，我将向大家解释，将巴菲特视为融合价值投资与成长性投资理念的投资者时，我们可以从他那里学到些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章　　价值投资

我们从本杰明·格雷厄姆那里学到，成功投资的关键是购买那些市场价格远远低于其内在价值、行业发展前景看好的股票。

——沃伦· 巴菲特

如果你喜欢讨价还价，那么你肯定会喜欢价值投资。价值投资被认为是巴菲特投资策略的核心与基石。价值投资的原理与购买打折商品类似。日常生活中关于价值投资的例子就好比在1月份购买圣诞贺卡，与12月份相比，圣诞贺卡的价格只有那时的一半。如果你在1月份购买了圣诞贺卡，等到12月份过圣诞节的时候再使用，则隐含的投资收益率将会是100%。如果你坚持这样的想法，积极实践，并且按照这种方式计算潜在收益率，那么你就是一名天生的价值投资者。股票市场上的价值投资就是，当股票的市场价格低于其基础价值（比如收益和账面价值）时，买进股票并持有，然后等待股价上涨。

绝大多数股票的市场价格并不像大减价那样便宜，就像商场里的很多商品在大多数时间里价格不菲。成功的交易并不是每天都能发生。投资者必须要有耐心，善于等待这样的机会出现。你必须要耐心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

等待真正的价值投资机会到来。而且，当你买入股票后，你还需要有更多的耐心等待股票价格上涨。因为股票的市场价格需要花费一定的时间才能反映其价值。以圣诞贺卡投资为例，你需要等待一年的时间。而在股票市场，这样的等待时间会更长一些。

股票市场同时还有很多其他的复杂情形是圣诞贺卡投资中所没有的。我们都知道圣诞节总会在每年的12月份如期来到，随后不久投资圣诞贺卡的机会就会出现。而与此不同的是，股票市场上的投资机会不会这样大张旗鼓地到来。你甚至无法预测哪些行业或者公司会出现这样的投资机会。更进一步地说，你可能永远无法确定这样的投资机会是否已经来到了你身边。我们没有任何保证：你经常会发现，最初或许还是投资机会，到最后却只得到了一个糟糕的投资结果。尽管价值投资并不像它第一眼看上去那么简单，但只要严格按照本杰明·格雷厄姆提出的投资原则行事，你依然可以成为一名成功的价值投资者。

价值投资和两大基本原则

本杰明·格雷厄姆就金融证券投资提出了许多核心原则。据我个人所知，他从来没有用过“价值投资”这个词语来描述他的投资方法。我所能确定的是，他从来没有为他自己提出并发展起来的投资原则命名过。不论他是怎样称呼这些投资原则的，本杰明·格雷厄姆都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被我们推崇为“价值投资之父”。在过去的几十年里，有关价值投资的著作非常多，然而作者们对价值投资的定义却是各有不同。不论是实践派还是学院派，各种各样的价值投资定义都包括了一些大致相同的内容，那就是，价值投资意味着这样的投资风格——强调使用各种财务比率，例如市盈率或者市价与账面价值比率。价值投资还经常被用于另一种场合：投资者没有投资快速成长的公司或者坚持投资那些采用保守融资策略的公司。价值投资者最关注的是本金的安全，他们期望获得高收益率，但这个目标要排在第二位。

作为一种投资方法，价值投资在追求高收益方面的效果如何呢？这种投资方式能够跑赢市场的平均收益率吗？巴菲特非同寻常的成功主要归功于价值投资。然而，正如我在接下来的几章里所要讨论的那样，巴菲特的投资方式并不完全适用于价值投资的一般含义，而是有限适用的。此外，我们也不能因为少数成功的例子就得出结论，认为价值投资能够带来高收益。趣闻轶事不能完全佐证一个命题或者观点，顶多是能够提供一些特例。如果没有研究人员提供的科学证据，我们不能够从那些趣闻轶事中推导出正确的理论和观点。正如我们在本章将要讨论的，学术研究强烈支持价值投资，因此不需要过多的趣闻轶事来证明价值投资的重要作用和意义。不过，到目前为止，还是让我们把重心集中在两个最重要的投资原则上来，这两大原则也来自各种各样的投资文献，最主要的还是来自格雷厄姆的丰富著作，还有部分内容来自他那本经典的著作《聪明的投资者》（The Intelligent

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Investor）。我将向大家解释为什么这些原则会起作用，又是什么使得这些原则变得如此重要。

原则一：在很长一段时间里，与公司的平均收益相比，股票价格并不算高

第一个原则基本上指的是财务管理领域讨论的比例原则：市盈率，或者简称为P/E。市场平均P/E水平从20世纪90年代的18倍上升到21世纪初期的30倍，主要原因是这一时期的利率水平大幅下降，从而导致P/E水平大幅上升。 21世纪的最初几年里，随着市场利率水平的上升，市场平均P/E水平重新回到了20倍以下。在20世纪70年代中期到20世纪80年代早期的这段时间里，由于利率水平的不断上升和经济形势的衰退，市场平均P/E水平曾经下跌至7～9倍。 1972年，在对当时经济形势合理评估的基础上，就这些具体的数字而言，本杰明·格雷厄姆说道：“我们建议合理的P/E 应该是25倍左右，而且在过去的一年里不要超过20倍。”

我们从这段历史中可以吸取两方面的教训。第一，当市场的平均P/E水平较高时，也就是高于20倍的时候，不再投资股票市场可能是一个比较好的选择。第二，就个股而言，我们也可以将这一想法加以推广，作为投资的一个警戒和忠告。你应该认真分析一家公司近年来的P/E水平，通常情况下，还应当考察公司近5～10年内的收益和股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格情况。如果你只是考虑公司近期的收入，你可能会发现公司的P/E水平比较低，这也许只是因为公司近期的收益比较高；或者，你可能发现公司的P/E水平比较高，而这也许只是因为公司近期的收益水平降低了的缘故。

图3-1向我们揭示了市场P/E的历史水平，此处的收益被定义为过去10年的平均收益值。整个时间段的平均P/E值是16.3。 2009年10月末的P/E值是18.9，稍高于平均水平。你会发现，当P/E上升至一个非常高的水平时，很快就会向相反的方向迅速下跌，而且会下跌到大大低于平均值的位置。我们不能因为现在的P/E水平跟历史平均值相近，就预测它不会向上或者向下变化。从总体上来看，图3-1表明，如果P/E水平特别高，例如， 2005—2007年就不是投资的好时机。从另外一个角度来看，当P/E水平比较低的时候，通常是投资的好机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图3-1 1881—2009年的P/E值

很多投资者以市盈率作为他们投资策略的核心指标，并且取得了很大的成功，这些人当中就包括约翰·内夫（John Neff），他在过去的30年里，通过先锋温莎基金（Vanguard Windsor Fund）管理着几十亿美元的资金，并取得了巨大的成功——这在共同基金管理行业来说，成功持续的时间相当长。很少有共同基金经理能够这么长时间地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保持成功的投资记录。为什么约翰·内夫能够取得如此大的成功呢？“在关注公司基本面和一系列基本常识的支持下，我们非常严格地执行和贯彻了低市盈率的投资标准。”

投资者同样也可以使用其他的估值比率法，例如，使用市价与账面价值比率，或者标准普尔500指数收益在国内生产总值（GDP）中所占比重的方法，这些方法巴菲特在其论著中都有所提及。从总体水平来看，你采用哪种比率方法并没有什么区别，其结果都是基本相同的。而针对不同的个股，不论你是采用市盈率法还是市价与账面价值比率，或者其他完全不同的比率法，你都应该认真考虑公司所处的行业以及这些值得信赖的数据的可得性。

原则二：你所选的每一家公司都应该是大型、信誉卓著并采取保守融资策略的公司

这一原则直接来源于格雷厄姆。他提倡投资那些大型且知名的公司，因为对小公司和不知名的公司进行估值并不容易。小公司的财务报表可信度比较低，而且它们很容易受一些不可预见的因素影响。换句话说，投资小公司和不知名公司的风险是非常大的。“我应该从哪里寻找那些值得投资的普通股呢？”你可能会这样问。巴菲特经常建议，普通投资者可以从《价值线》（Value Line）杂志提供的报表中寻找投资公司。《价值线》提到的通常都不会是小公司，因此，对那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些大公司进行投资的第一条标准很容易通过这种方式满足。《价值线》还提供了单只股票近20年来的历史记录。可以获得股票的长期记录是非常有用的，因为你可以借此判断公司是否属于“信誉卓著”这一类。你可以认真阅读《价值线》中有关公司的详细介绍，然后决定你是否还需要进行额外的研究工作。

要理解格雷厄姆提到的另外一个条件——公司采用保守的融资策略，就有必要认真探讨一下这句话到底蕴含哪些含义了。不过，公司的融资策略是否较为谨慎或保守很容易判断，我们只需要简单地分析一下公司短期负债和长期负债与总资产的相对比例，或者查看一下公司的负债权益比就可以得到结果。为了方便广大投资者，《价值线》根据安全资产的规模，对股票进行了分类排序，从一到五， 一共五大类别。伯克希尔-哈撒韦公司的重仓股——可口可乐公司通常占据着排行榜的榜首位置。像可口可乐公司这样的大型股份公司， 2008年年末的总市值大约为1 000亿美元，而其长期负债仅为30亿美元。因此，不难看出这样的公司融资策略很谨慎，也很保守。

伯克希尔-哈撒韦公司的融资策略也一直很保守。为什么这一点如此重要呢？因为我们很难预测盈利机会以及临时性的对外支付什么时候会突然发生，这需要资金立即到位。一家融资策略显得保守的公司筹集资金的速度会很快，而且当经济出现流动性危机时，不会影响到这样的企业。例如， 2008年，很多大型的知名企业（但它们的融资策略并不保守），诸如花旗集团（Citicorp）、高盛集团（Goldman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Sachs）和通用电气公司（General Electric）都遭遇了严重的考验，有些大公司甚至被兼并、宣告破产，或者处于破产的边缘。而另一方面，伯克希尔-哈撒韦公司以此为契机，提高了对高盛集团和通用电气公司的投资比重。因此，从长远的角度来看，融资策略保守的公司可能会带来更高的收益回报，因为它们能够充分利用这样的投资机会。

尽管我认为这两个原则或者指导方针是非常重要的，但它们只是原则，而不是具体的操作规则。例如，并不是所有大公司的财务分析都很健全，因为它们的业务范围很复杂。而且，一家公司是否信誉卓著也是很难界定的。因此，即使你在运用这些原则做投资决策的时候，你也需要运用一些数量指标做出公正的判断。

对价值投资有帮助的其他指导原则

为了帮助你更好地缩小研究领域，我将会对巴菲特和其他价值投资者在过去几十年所依靠的常见理念做进一步探讨，这些理念都能经受住时间的检验。

股票市场的快速下跌

股票市场的快速下跌通常意味着出现了不错的投资机会。在1973年中期，当市场急跌之后，伯克希尔-哈撒韦公司花巨资购买了华盛顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

邮报公司（Washington Post Company） 1 900万股的股票。你可能会想，也许只有巴菲特才能发现华盛顿邮报公司出现了良好的投资机会，然而他提供的建议却恰恰相反："计算P/E值并不需要特别的想法和洞察力。大多数的证券分析师、媒体经纪人和媒体行业高管们，都已经计算出华盛顿邮报公司的内在价值在4亿～5亿美元之间，这与我们计算出来的结果基本相同。而现在我们看到的是，公司的市场价值大约为1亿美元。" 2009年，尽管华盛顿邮报公司的股票价格在最近几年下跌了50%，但该公司的股票价格仍然维持在每股400美元的水平，而且公司多次派发了股息。如果算上所有股息收入，伯克希尔-哈撒韦公司投资华盛顿邮报公司的年平均收益率超过了15%，这与同期9%的市场平均收益率相比，要高出很多。

在你所能承受的风险程度上，当市场合理的价格水平还有20%的上升空间时，我认为你确实应当增加对股票市场的投资比重。股票的市场价格下跌并不是至关重要的，股票价格与收益的比值下降才是判断投资机会出现的重要信号，这正是我们前面提到的第二个投资原则。当某只股票的市盈率是12倍，而市场的长期平均市盈率是16倍时，这意味着投资机会已经出现了。当然，这样的投资机会并不是短期的，因为从短期来看，股价的下跌可能还会持续相当长的一段时间。你应该在考察市场基本面的前提下，随时调整对市场的整体估值判断。如果股价的下跌还在继续，你应该考虑是否增加投资。因为在有些情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下，你可能需要等待很长一段时间才能迎来市场的回暖。我们要再一次提到耐心，因为它是获得超额收益的必备条件。

2008年，标准普尔500指数下跌了约37%，伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格也下跌了约32%。这个时候的市场存在投资机会吗？巴菲特认为有。 2008年10月17日，在巴菲特为《纽约时报》撰写的特稿文章中，他写道：“我一直都在购买美国的股票。我指的是我的个人账户，以前我的个人账户里除了美国国债就没有其他证券。”当然，没有人（包括巴菲特）能够完全准确地把握股票市场的行情。 2008年10月17日，标准普尔500指数的点位是940，而到了2009年3月初，指数下跌到了676点，下跌幅度为28%。这是全世界投资者都可以进行投资的良好时机。然而，当经济处于衰退期时，人们很难乐观起来。因此，“在做投资的时候，悲观主义是你的朋友，而乐观主义往往是你的敌人”。

什么行业引领下跌

2008—2009年的股票市场下跌是由于很多行业同时处于下跌通道，其中，金融类股票的下跌幅度是最大的。不过，这次大规模的下跌是极其罕见的。通常，市场10%～20%的跌幅主要是由一个或者几个行业下跌所导致的。在这种情况下，引领下跌的行业很可能会恢复发展，最先带来投资机会。例如， 1998年秋季，俄罗斯面临债务偿还危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机，美国的股票市场受其影响下跌了20%，这次下跌是由金融行业和技术行业引领的。而在接下来的1999年，这两个行业带来的投资收益却也是最高的。总的说来，当股票市场的下跌是由一两个行业引领时，我们应当认真关注这些行业中的好公司可能出现的投资机会。不过，在面临这样的情形时，我们要时刻牢记一个重要原则：你应该只投资那些你对其基本面了解得比较全面的公司。

在俄罗斯的债务违约危机事件中，美林证券（Merrill Lynch）的股票价格从1998年7月的每股最高102美元下跌到1998年10月的每股42美元，跌幅高达60%。在我看来，虽然这一跌幅相当大，但也为未来获得较高的投资收益率提供了良好的机会。在接下来的一年时间里，美林证券的股价上涨了将近100%。美林证券那时的主营业务还是比较容易分析的（不过，就在几年后，美林证券的业务变得复杂多了）。有良好投资机会的公司并不只是美林证券一家。你在当时可以购买任何一家知名公司的股票，它们的表现都非常不错。那些知名的大公司，诸如花旗集团、大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）和美国银行（Bank of America）的股票价格都下跌了约50%。而在1999年，它们的股价涨幅都超过了100%。尽管投资者很难准确地判断市场涨跌的时机，但类似这种存在大量安全边际的投资机会还是有很多的。 1998年，伯克希尔-哈撒韦公司额外增持了美国运通公司100万股普通股，使其持有的美国运通公司的总股份达到了5 050万股。购买美国运通公司股票的决策很大程度上是因为该公司股票的市场价格下跌了。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2008—2009年市场崩溃期间，美国运通公司的股价再次从每股60美元跌至每股10美元，而在接下来的一年时间里，股价反弹至每股40美元。

小心诱惑

价值投资并不表明只要某家公司的股票价格大幅下跌，或者股票价格与几个月前相比下跌幅度很大，看上去相对价格很低，就可以不加区别地大肆买进。如果商店每次搞打折促销时，你都买一大堆东西，那么你很快就会入不敷出甚至破产了。打折销售的商品并不一定是真正的投资机会，反而可能是一堆垃圾，而且当你不得不把这些“抢来”的打折品贱卖的时候，价格或许只是你当初购买时的一小部分。要小心应对这些诱惑，你可能会被所谓的、合算的“便宜货”蒙蔽了双眼。

凯马特公司（Kmart）的股票就经常以“便宜货”的面孔出现。20世纪90年代初期，沃尔玛作为成功的零售商，其股票价格的上涨导致了凯马特公司股票价格的下跌。在凯马特公司股价下跌的每个阶段，如果你仅仅从市盈率的角度来考虑，你会发现公司的股票价格真的很便宜。大概过了10年时间，公司股价下跌到了每股9美元，而在20世纪90年代初期，其股票价格最高为每股27美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与每股盈利相比，其股票价格看上去真的很便宜——然而，不幸的是，我买了这只股票。我的经历证明了格雷厄姆是正确的：“很多年的观察让我们了解到，投资者的主要损失来源于在各方面看上去还不错的时候购买那些低质量的证券。”

在凯马特公司股票价格持续下跌的过程中，市场指数却连续上涨，涨幅达到了300%，而沃尔玛公司的股票价格更是上涨了700%，取得了巨大的成功。如果我能到凯马特公司的实体店好好考察一下，并认真地研究其财务报表，我可能会发现，与沃尔玛相比，凯马特是一家低质量的公司。任何像凯马特这样的低质量公司都无法持续存活下去。果然，到了2002年，凯马特公司宣告破产。

市场上经常会出现这样的情形：某公司开始陷入困境，其股票价格大幅下跌。当然，它们也有机会反转，重新步入股价上升的通道。然而，大多数反转并不是很成功，你应该特别小心，不要投资这样的公司。股票价格低并不是成功投资的一项指标。很多成功反转的案例——例如， 20世纪70年代的克莱斯勒汽车公司（Chrysler）给投资者带来了很多希望，他们误以为其他陷入困境的公司也能够像克莱斯勒汽车公司那样重塑辉煌。然而，除非你能够断定反转机会肯定存在，而且发生的可能性非常高，否则你就不应该投资这样的公司。

避免反转投资失败的原理与避免圣诞树投资失败（与圣诞贺卡投资相反）的原理基本相同。在每年12月底的时候，圣诞树的价格基本上是按废品的价格处理的。从投资的角度出发，在圣诞节结束后，购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买圣诞树基本就是在浪费钱。虽然价格很低，但是其价值更低。再过几天，当圣诞树开始褪色，树枝开始散落时，我们只能丢掉它。

价值投资真的有用吗

在讨论完价值投资后，你可能会问，价值投资真的有可靠的依据作支撑吗？一直以来，学术界人士对此问题颇有异议，因为他们并不满意这些趣闻轶事的依据。巴菲特对此做了最直接的解释和说明。1984年，在哥伦比亚大学演讲时，他展示了本杰明·格雷厄姆提出的七大投资原则的表现记录。同时，他还总结了两家养老金公司的投资表现，而这两家养老金公司的经理人都是在巴菲特的协助下被选中的、具有价值投资方向的专业人员。结果表明，价值投资者都取得了不错的成绩。巴菲特写道：“如果你能够发现成功的特别之处，你可能会想到自己能否找出这些成功案例的共同特征。科学的研究自然会顺着这样的思维模式来进行。”在这种情况下，成功的投资案例的共同特征就是采用了价值投资方法，这也是格雷厄姆原则所强调的。

巴菲特的结论对一般的学术观点并没有产生多大的影响，至少到目前为止，情况确实如此。这其实并不奇怪。学术研究人员通常都是从庞大的数据库里面寻找支撑自己观点的证据，而且只有当某一策略从长期来看被证明是有效的，才会得到认可。换句话说，只有当猴子（或者电脑）能够完全复制这一策略，学术研究才会支持某一投资策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

略。在我看来，这并不是我们增长知识的一个好方法，这只是学术标准而已。不过，最近的学术研究似乎已经开始转向支持价值投资理念。

学术研究依据

学术研究建立在对数据库进行大量分析的基础之上，而这一切都需要借助电脑的帮助。我们应该记住这样一个事实，那就是，让设定好的电脑程序辨别本杰明·格雷厄姆所指的“大型、信誉卓著并采取保守融资策略”的公司，或者去判断企业是否拥有较高的管理水平是不现实的。例如，电脑怎么会知道伯克希尔-哈撒韦公司的CEO是不是一名成功的管理者？正是由于这方面的原因，定性分析在学术研究中经常被忽视，或是被简单化处理。不过学术研究也有其优势，值得欣慰的一点是，在处理大规模数据库的时候，这些研究采用的可能是最高且最严格的标准，有关研究方法的任何细节都已经被清晰地罗列出来了。因此，它们的确提供了值得我们信赖和思考的统计结果。

研究表明，即使是简单的价值投资策略，例如，投资低市盈率的股票，也会在很多年后带来非常丰厚的回报。许多研究人员在不同的时期获得的研究结果都证实了相同的结论，因而这也是可信的。所以，我们可以推断，贯彻简单价值投资策略并运用其他有鉴别力的、定性分析变量的投资者应该获得更高的收益率。格雷厄姆提出：“投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资者应该从低乘数（例如，低市盈率）概念出发，然后适当地将一些其他的定量和定性的要求加入进来，构建出一个完整的投资组合。”很多低市盈率的股票，比如凯马特公司的股票和伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）的股票，细心的投资者都不会选择它们，原因就在于这些公司既没有名气，融资策略又不保守。在下一节内容中，我会围绕两类研究成果展开讨论。对由高/低市盈率股票构成的投资组合的业绩进行比较分析是我们首先要讨论的内容；随后，我们再来看一看由高/低市价与账面价值比率的股票构成的投资组合，它们的业绩表现有何不同。

高市盈率股票组合与低市盈率股票组合的业绩表现

最近，有关价值投资最为著名的研究是由伊利诺伊州大学（University of Illinois）的约瑟夫·拉科尼斯霍克（Joseph Lakonishok）教授、芝加哥大学的安德烈·施莱弗教授（Andrei Shleifer）与罗伯特·维什尼教授（Robert Vishny）共同主持完成的。他们根据市盈率和其他的比率指标构建了相应的投资组合，目的是考察1963—1990年间股票的年收益情况。在表3-1中，我将自己做过的类似研究的分析结果罗列了出来，考察期一直持续到2007年。表3-1首先展示的是10类根据市盈率指标构建的投资组合的年收益率。第1类投资组合是由市盈率排名前10%的股票构成的，或者说是由非常有诱惑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力的股票构成。相应地，第10类投资组合是由最低市盈率水平的股票构成，或者说是由那些最具有价值投资的股票构成。

由最低市盈率股票构成的投资组合的收益率要远远高于由最高市盈率股票构成的投资组合的收益率。它们的年收益率分别为15.9%和9.4%。拉科尼斯霍克教授和他的同事们向我们证明了，在投资组合构建后的5年时间里，由最低市盈率股票构成的投资组合收益率水平高达138.8%，而同期由最高市盈率股票构成的投资组合收益率水平仅为71.1%。因此，从长达5年的考察期来看，低市盈率的股票组合表现要优于高市盈率的股票组合，双方的收益率之比近似于2∶1。

即使你所投资的股票并不是市盈率最低的股票，市盈率水平相对较低的股票表现也要优于市盈率水平相对较高的股票表现。这些结果验证了本杰明·格雷厄姆的价值投资理念，同样也会鼓励你坚持这一投资方法。

高市价与账面价值比率和低市价与账面价值比率股票的表现

公司普通股在资产负债表上的会计价值被称为账面价值，或者简称为账面值。这一价值是建立在会计准则和会计程序基础之上的。另一方面，股票的每股价格，也就是市场价值，或者简称为市价，更容易受到大家的关注，而这一价格是由市场决定的。总的来说，如果公司未来的收益率预期将会以较高的速度上升，那么股票的市场价值将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会大幅高于账面价值。投资者可能会问："当市场价格高于账面价值多少时还值得投资呢？"这个问题并没有统一的答案。因此，投资者应该考察该公司的历史市价与账面值情况和同行业其他公司的市价与账面值情况。如果市场价格远远高于股票的账面价值，对于价值投资者来说，选择投资这样的股票可能会面临市场价格过高的情形。而另一方面，如果市场价格并不是很高，价值投资者应该密切关注并且可以投资这样的股票——时刻谨记格雷厄姆的忠告：投资那些采用保守融资策略的大型知名公司。

芝加哥大学的尤金·法玛（Eugene Fama）和肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）的综合研究得出的结论支持这样的观点，那就是，投资低市价与账面价值比率的股票会获得更高的收益率。法玛和弗伦奇研究了众多股票的月收益率情况，研究期限从1963年7月至1990年12月，长达27年之久。我使用他们的研究方法分析了最近的股票数据，计算结果也列在表3-1中。最有价值的投资组合由市价与账面价值比率排名在最后10%的股票构成，而最有诱惑力的投资组合则是由市价与账面价值比率排名在前10%的股票构成。这两类投资组合收益率的差别大约为6%。通过对市价与账面价值比率的度量，拉科尼斯霍克教授和他的同事们同样提出了一个5年期投资策略，在这个投资策略中，投资组合一旦构建，就要持有5年的时间。他们发现，对于5年的投资期限来说，最有价值的投资组合收益率为146.2%，而最有诱惑力的投资组合收益率仅为56%。这些研究得出的结论证明，价值投资策略是非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成功的投资策略。如果你按照价值投资策略进行投资，你完全可以击败那些专注于短期投资收益的基金经理人。

表3-1 价值投资的有效证明

基于市盈率指标构建的投资组合			基于市价与账面价值比率构建的投资组合		
	投资组合	收益率（%）		投资组合	收益率（%）
最高市盈率股票	1	9.4	最高市价与账面价值比率股票	1	9.5
	2	10.4		2	11.5
	3	21.1		3	12.3
	4	11.8		4	12.6
	5	11.3		5	12.0
	6	12.9		6	12.5
	7	14.4		7	13.5
	8	14.2		8	13.5
	9	13.8		9	14.5
最低市盈率股票	10	15.9	最低市价与账面价值比率股票	10	16.0

多变量的强大威力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了市盈率投资策略和市价与账面价值比率策略之外，研究人员还对那些基于其他一些变量构建的投资组合进行了检验。尤其，基于现金流与股价比率变量以及过去的销售额和资产总额增长变量构建的投资组合都支持价值投资策略。购买高现金流与股价比率的股票比购买低现金流与股价比率的股票，投资效果会更好。同样，购买销售额增长速度相对较慢的股票比购买销售额增长速度相对较快的股票，投资效果也会更好。此外，当同时运用两种变量时，结果会更好。

通过运用双变量（例如，销售额增长和市盈率），拉科尼斯霍克教授和他的同事们构建了9个股票组合。这些股票都属于不同的行业，按照不断加码的秩序，在两个变量的基础上，最低一类占30%，中间占40%，最高一类占30%。所呈现出来的收益率是由5年后的收益率与9大投资组合假定修正后的年收益率两部分构成。这一分析所得到的最重要的结论是基于过去表现（销售额增长情况）和未来预期表现（市盈率和市价与账面价值比率）的价值投资策略，比那些仅仅依赖单变量（例如，市盈率指标）构建的投资组合策略所得到的收益率水平要高。

价值投资策略的三大问题

任何被证明有效的投资策略都应该通过深入分析问题得到进一步检验。在这部分内容中，我将会讨论三个经常被问到的问题，这些问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

题与投资策略评估是紧密相关的。这部分的分析将会帮助你更好地评价这些证据，并且在你评价自己想到的其他策略时提供帮助。

价值投资带来超额收益需要多长时间

有结果表明，在投资组合构建后的第一年里，尽管收益率并不是很突出，但也不会令人感到失望。价值投资策略并不是在第一年就发挥作用， 4%～6%的差别（取决于研究）并不算很明显。在接下来的时间里，差别开始加大。拉科尼斯霍克教授和他的同事们向我们揭示，到第5年的时候，差别大概为每年8%，这比5年期的数字要大很多。

这些结果表明，要想从价值投资策略中获得丰厚的回报，需要等待几年的时间。投资者在投资组合构建好之后，需要有足够的耐心。分析的结果建立在这样的假设条件上，那就是所构建的投资组合并不会被经常调整。有个很重要的点需要记住，如果组合里面的个股价格涨幅很大，不再符合低市盈率标准，那也没有必要立即卖出这只股票。当整个投资组合重新再估值时，这样的个股才应该考虑卖出。不管以什么样的方式进行，我都建议你将辛勤工作赚来的钱按照这样的投资策略进行投资。不论依据任何投资策略，你都应该慢慢从中学习买入卖出。你可以先拿一小部分钱试水，不断提高你的投资技能。

这种分析方法的有利影响是，一旦投资组合完全构建好，你不需要定期对它进行监控。理想的状态是，投资者可以好几年都不用对此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行再评估。我常常将这种投资策略描述为“磨刀不误砍柴工”，或者，通俗一点，“把精力放在更重要的事情上”。价值投资者应该把更多的时间用来休息而不是工作。价值投资真的那么简单吗？是的，的确如此，但如果你没有良好的心理素质，不能够接受长时间不看股票，那么情况可能就会不一样。为了坚定你的信心，提高你的心理素质，你可能需要分析你的投资组合中股票的历史数据，至少应该让你自己对所选择的股票过去和现在的表现满意。

这样的分析同样还会让你对价值投资策略更加满意和放心。这样一来，你就可以真正地享受你节省出来的时间，而不需要整天忙于关注自己的投资组合。从总体上来看，价值投资策略能够带来很多好处，你千万不应该低估了解这一策略所需要的努力。你要多多找机会练习。要是可以通过阅读一些文章和书籍来提高心理素质，众多投资者也就会遵循价值投资策略从而享受价值投资带来的益处了。不过这样一来，就会催生出一个问题：你真的能够熟练掌握价值投资策略吗？只有一种方法能够实现这一目标，那就是多实践。

市盈率和其他的价值投资策略在未来仍然有效吗

投资者可能会问，或者可能会考虑这样一个问题：过去被证明有效的策略在未来仍然有效吗？没有人能够保证这一点。然而，考虑到人们通常都会对表现优异的股票感兴趣，而且总有新的投资者源源不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

断地来到这个市场，这种投资策略在未来仍然是有效的。正如前面所提到的那样，很少有人能够有这么大的决心一直持有投资组合而不频繁交易。 1977年，大卫·德雷曼（David Dreman）写了一本书详细论述了市盈率策略。在此之前，格雷厄姆和多德早已在他们的著作中讨论了该问题。在所有的问题当中，读者可能会怀疑，这样的策略是否在未来仍然有效。拉科尼斯霍克教授和他的同事们的研究表明，事实上，在多德的书出版以后，读者们采用书中提到的投资策略，在具体的操作过程中的确做得不错。最后，德雷曼写了另外一本书《逆向投资策略》（Contrarian Investment Strategies），这本书在1998年出版，书中再次明确了他的早期发现。

很明显，市盈率或者其他价值投资策略会有一段时间不起作用。在这个时期，投资者需要有足够的耐心，并且维持投资组合不变。另外一个主要的问题存在于这样的事实中，那就是，如果你认真检查最有价值的投资组合中的各类股票，你会发现它们并没有什么吸引力。经常出现这样一种情况，这些研究中界定的最有投资价值的股票，往往是规模较小而且财务杠杆很高的股票。这样一来，就会出现学术研究的结果与前面我们提到的、格雷厄姆所提出的投资原则不一致的情况。从总体上来看，有一点值得欣慰，那就是现代学术研究仍然支持格雷厄姆提出的投资原则。如果你是价值投资者，你可以继续按照价值投资策略进行投资，并且可以通过阅读巴菲特和格雷厄姆提到的其他原则，让你的投资活动取得更好的成绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值投资策略的风险会更高吗

这个问题问得合情合理，正如古语所说的那样：太美好的东西往往不那么真实。事实还真有可能这样。就前文中所提到的，根据价值投资策略进行的交易看上去都太完美，反而让人觉得不够真实。一个深思熟虑的投资者应该考虑各种可能性，价值投资能够带来如此高的收益率，因此它们的风险可能会更高。如果这是对的，科学的调查将会证实这一点。如果价值投资策略风险越高，收益率也越高，那么投资者至少应该了解这种可能性。事实上，投资者还应该更加小心地处理这种情况。

本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中重点论述了风险问题。他阐述道："如果一组精心挑选出来的普通股表现出非常不错的总体收益率，那么经过几年的合理测算后，这样一组投资选择应该是非常安全的。" 1968年，拉科尼斯霍克教授和他的同事们，通过考察5年期投资组合的收益率情况对风险进行了分析。在持有期限为5年的投资组合中，最有投资价值的投资组合与最有诱惑力的投资组合之间的平均差别是84.2%。同样具有显著性差别的是，在这次研究中的每一个5年期投资组合中，投资者都更倾向于运用价值投资策略。换句话说，无论你什么时候运用价值投资策略，只有你运用这种投资策略的时间期限超过5年，你所获得的投资收益率才会高于其他类型的投资策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

略。更进一步，拉科尼斯霍克教授及其同事们的研究还表明，尽管在市场下跌周期，价值投资的作用比较明显；但在上涨周期，价值投资的表现并没有比其他投资策略差很多。总的来说，证据表明，从长期来看，价值投资并没有让投资者暴露在更大的风险状态中。

各种学术文献中建立在风险基础上的现代模型，并不能很好地解释为什么价值投资策略优于其他投资策略。我们最常用的学术模型，也就是由夏普（Sharpe）、林特纳（Lintner）和布莱克（Black）创建的SLB 模型，该模型将贝塔系数作为描述风险最常见的变量。正如我在前面所提到的，法玛和弗伦奇的研究显示，其结果并不能用贝塔系数来解释。他们是这样论述的："我们必然推导出这样的结论，那就是在过去的50年里，SLB 模型并不能很好地描述股票的平均收益率。"

并没有值得信赖的证据可以证明传统的价值投资策略比投资股票市场整体的风险更大。价值投资的收益率之所以更高，是因为这种投资策略对投资者的行为要求比较严格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

价值投资背后隐含的最基本的思想，是根据一定的参照基准，在比较低的价格水平上购买股票，这些参照基准包括收益、资产、股息和其他你能够想到的标准。此外，公司的融资策略应该比较保守。一系列的科学研究表明，即使只运用比较简单的财务指标，你也会获得不错的投资回报。

价值投资策略可能会起作用，因为很多投资者虽然最初是按照价值投资标准开始投资活动的，但他们可能会放弃原来制定的方案而转向那些有诱惑力的股票。价值投资者需要有足够的耐心调查要投资的公司，同时还需要等待很多年才能等到这一投资策略发挥作用。很多投资者可能并没有这份耐心。如果个人的投资行为没有发生改变，超额收益将会属于那些根据基本条件进行投资、有着足够的耐心而且绝不放弃的投资者。因此，你需要问自己一个困难的问题。你真的与那些宣传自己是价值投资者但又不能坚持基本价值投资原则的普通人有很大的不同吗？嗯，你真的能够确定自己与众不同吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章　　成长性投资

最成功的投资回报来源于那些通过幸运机会或者良好感觉偶然找到的公司，这些公司在过去的几年时间里，销售收入和利润远远高于行业的平均水平。

——菲利普·费雪

沃伦·巴菲特非常坦率地表示，他的投资理念深受菲利普·费雪传授的技巧的影响。费雪的投资哲学通常被我们称为成长性投资，他的理念是发现那些著名的公司并且不管市场如何波动，一直持有这些公司的股票。成长性投资指的是投资那些预期收益率会在相当长的一段时间内，而不是只在某个季度或者某一年里，高于平均收益率水平的公司股票。

当人们考虑投资成长性股票的时候，他们总是会想到微软、英特尔、思科和其他公司。尽管很多成长性股票都来自高科技行业，但并不是所有的成长性股票都来自这里。可口可乐、沃尔玛和星巴克就是为数不多的、非高科技行业的成长性公司的代表。因此，投资高科技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行业并不等同于成长性投资。巴菲特投资可口可乐公司，更多的是成长性投资，而不是价值投资。

可口可乐公司是成长性股票

到2008年年末，可口可乐公司已经成为伯克希尔-哈撒韦公司股票投资组合中比重最大的个股，比重是16%。绝大多数的购买都发生在1988年和1989年。 1988年年末，可口可乐公司的账面价值是每股1.07美元，而当时的股票价格是每股5.70美元（分拆调整后的股价），因此，其市价与账面价值比率为5.32。

同时，从市盈率的角度来看，可口可乐公司的市盈率水平高于标准普尔500指数股票平均市盈率水平35% （可口可乐公司的市盈率是16.8，而标准普尔500指数股票的平均市盈率是12.4）。在巴菲特购买该股票之前，可口可乐公司的股票价格从1978—1988年已经上涨了200%。巴菲特没有购买可口可乐公司的股票，是因为可口可乐公司的股票价格与其收益或者账面价值相比实在是太便宜了，也可能是因为公司本身的某个方面出现了问题，所以股票价格急剧下跌。

在表4-1中，我向大家展示了巴菲特决定购买可口可乐公司的股票之前，可口可乐公司的每股收益和每股账面价值情况，目的是更好地了解公司的历史增长情况。由于可口可乐公司回购了很多股份，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，未调整过的公司账面价值增长被大大低估了。基于这一点，表中最后一列内容是考虑了公司回购股份后，每股账面价值的增长情况。

表4-1　巴菲特购买前，可口可乐公司每股收益和账面价值增长情况

年份	每股收益（美元）	每股收益增长率（%）	每股账面价值（美元）	每股账面价值增长率（%）	考虑股份回购后的每股账面价值增长率（%）
1979	1.13	11.90	5.18	10.50	9.30
1980	1.14	0.90	5.60	8.10	8.10
1981	1.21	6.10	6.12	9.30	8.30
1982	1.32	9.10	6.82	11.40	8.00
1983	1.37	3.80	7.14	4.60	6.70
1984	1.59	16.10	7.08	−0.10	9.40
1985	1.72	8.20	7.72	9.00	10.30
1986	2.07	20.30	9.13	18.30	13.30
1987	1.43	17.40	8.66	−5.10	14.30
1988	2.85	17.20	8.58	−0.90	19.10
10年平均水平		11.10		6.50	10.70

在巴菲特购买可口可乐公司股票之前的10年时间里，可口可乐公司每股收益的增长率是11.1%，每股账面价值的增长率是10.7%。可口可乐公司的每股收益增长率是令人震撼的：因为同期标准普尔500指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

各公司的平均增长率仅为7.1%。因此，可口可乐公司每股收益增长率比标准普尔500指数各公司的每股收益增长率要高出50%。那个时候的可口可乐公司就已经拥有了良好的记录，很明显，投资这样的公司并不是根据低市盈率或低市价与账面价值比率进行交易的。只有当投资者确定类似可口可乐这样的公司会持续增长，他才会购买公司的股票。

如果投资者购买某只股票，主要是因为相信公司在未来的很多年里会一直成长，那么他就是成长性投资者。巴菲特购买可口可乐公司的股票似乎就是成长性投资决策带来的结果，这一投资决策给伯克希尔-哈撒韦公司带来了丰厚的回报。很多投资者和作者认为，当价值投资有效发挥作用时，成长性投资就会失效。或者，反之。之所以会产生这种误导性的想法，其主要原因是专业人士有一种倾向，他们将股票分为两大类，而且只分为两大类。这种股票分类的方法导致很多错误的推导。例如，很常见的一种做法是将标准普尔500指数中包含的500家公司分为两大类别：价值类公司和成长类公司。价值类公司包括市价与账面价值比率高于平均数的250家公司，而剩下的250家公司则属于成长类公司。在这样一个系统中，当某一个类别的公司业绩表现高于整个指数收益时，另外一个类别的公司业绩表现自然会低于整个指数收益。

成长性投资是比较难的投资决策，其原因就在于它不是建立在诸如市盈率或市价与账面价值比率等定量分析工具的基础上。本杰明·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格雷厄姆指出，成长性投资之所以困难，主要有两个方面的原因：第一，价格可能已经反映了潜在的成长性。事实上，在绝大多数情况下，当投资者认为市场行情即将上涨时，价格上涨的速度会更快。2009年年初，尽管股票价格已经下跌了30%，谷歌公司的市盈率仍然高达30倍。而在之前表现不错的三年时间里，市盈率则更高。第二，投资者关于未来的判断可能是错误的。不过，如果投资者是根据对公司未来发展的正确判断而选择购买这家公司的股票，成长性投资的收益则会非常高。

怎样确定成长性公司股票

沃尔玛公司就是表现突出的成长性公司，自1970年沃尔玛公司的股票第一次上市交易开始，在接下来的38年时间里，其股票收益增长了800倍，年平均增长率为38%，这一数据让人觉得不可思议。它的创始人萨姆·沃尔顿（Sam Walton）是怎样做到的呢？

按照萨姆·沃尔顿所说的：“企业只有一个老板，那就是——客户！这个老板可以解雇公司的任何一名工作人员，从董事会主席到基层普通员工，他只需要简单地将钱花在其他地方，就可以实现这一目标。”一家企业之所以能够成功，而且还能不断成长，主要取决于客户。为了找到具有高成长性的公司，你有必要学着从客户的角度去评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

判。一旦你确信公司的销售收入和盈利都会持续增长，你就可以在一个合理的价格水平上购买该公司的股票，然后持有很长一段时间。

我要先从为何不去确定高成长性公司股票开始说起，因为如果你一直都在考虑价值投资，这一点就显得特别重要。当你发现某家公司可能会在未来的很多年里突飞猛进地成长，你就没有必要立即考察该公司的基本财务状况。不要过分强调基本面。换句话说，当你开始考虑成长性股票时，就不要考虑市盈率指标的历史情况，或者你曾经在商学院学习过的任何定量分析的指标。如果你开始考虑这些传统的财务指标，你就会按照价值投资的方式选择股票，那你就有可能永远都选不到成长性股票。如果当微软、沃尔玛或家得宝（Home Depot）刚上市的时候，你就考察这些公司的基本面情况并以此作为投资的标准，那么你肯定不会选择这些公司。即使你知道它们都是值得信赖的公司，你也可能会错失它们的潜在成长带来的超额收益。我并不是说传统的财务指标不重要，我只是建议你不应该只是通过运用这些传统的财务指标，来确定某家公司是不是高成长性公司。

业务记录的重要性： 销售收入和收益

促使股票价格不断飙升的最重要的推动力是公司收益的增长。公司未来收益的增长情况通常取决于过去收益的增长情况。为了让自己确信，你有必要认真看看那些业务记录，想想那些认真学习的学生或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者努力工作的同事们。你会发现，那些连续好几个学期成绩都很优秀的学生，在接下来的学期中仍然有很大可能继续取得好成绩。同样，那些平时在工作中表现优异的员工仍然有可能在接下来的时间里，继续在工作中表现优异，虽然我们并不需要用什么等级来衡量优异的工作表现。这种关系同样适用于公司。那些在过去业绩表现不错的公司，仍然有可能在接下来的几年里业绩表现良好，特别是当公司的管理人员维持不变时，这种结果更容易实现。可能从短期来看，这未必奏效；但从长期来看，如果你一直都很重视公司盈利的历史记录，你一定是最后的赢家。

期限较短的记录，例如，不超过5年期的记录，可能并不是一个辨别公司未来成长性的好办法。你有必要将关注的时间跨度再拉长一些。成长性表现突出的公司在它们的第一次快速成长之后，仍然能够保持很多年的快速增长。除非你对公司了解很深，否则最好避开首次公开发行的股票（IPO）。尽管很多IPO公司都被看作成长性公司，但从它们的长期发展表现来看，结果并不是非常令人满意。杰伊·里特尔（Jay Ritter）教授和伊沃·韦尔奇（Ivo Welch）教授的研究表明， 1980—2005年间，有超过7 000家公司通过IPO上市，而在IPO后的三年时间里，这些公司的业绩表现都低于市场平均表现大约20%。总的来说，任何公司都可以申请IPO，而它们未必都是高成长性公司。

然而，公司收益的增长主要取决于销售收入的增长，从长期来看，更是如此。我前面提到萨姆·沃尔顿关注的重心是客户，那是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为只有客户才是销售收入增长的主要驱动力。从总体上来看，当考虑成长性投资时，要时刻将销售收入和收益这两个因素同时放在心上，而不要仅仅考虑其中的某一个因素。找到成长性公司股票的一个好办法是确认一些重要的商品和服务，就像彼得·林奇经常强调的那样。此外，当你真的准备购买一家公司的股票之前，你还有必要问几个问题。你不应该太着急。好的公司带给你的收益将是好几倍，因此，即使你错过了刚开始的一些成长空间，你仍然可以获得很高的收益。在你决定投资成长性公司的股票时，下面几个问题需要你花一些时间去认真思考并做出回答。

未来几年公司在销售收入和收益方面有增长潜力吗

这是最重要的一个问题。只有当公司在未来几年里有潜在成长的可能性，你才不需要对公司进行彻底的调查。在1992—2000年的这段时间里，你可以购买像星巴克这种知名企业的股票，你所获得的收益将是惊人的。有一点似乎很明显，那就是星巴克一定会持续成长很长一段时间，因为星巴克的客户都觉得非常满意。当然，当公司的股票价格已经太高，或者公司的成长步伐明显放缓时，你就需要卖出该公司的股票。

曾经发生的能够帮助公司在短期内成长的事件，通常都会立即影响股票的价格，不过这样的变化一般都是暂时性的。当石油价格在20

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

世纪70年代中期、 20世纪90年代中期和21世纪最初的几年快速上涨时，很多石油管道输送公司都变成了高成长性公司。然而，这种高成长不具备可持续性。例如，全球海事系统有限公司（Global Marine）是一家高效管理的公司， 1997年年末，其股票价格大约为每股35美元，随着1998年石油价格的回落，该公司的股票价格也随之快速跌到了低于每股8美元。寻找长期高成长性公司的细心投资者就不会投资全球海事系统有限公司了，因为这种由于临时性事件带来的成长只是暂时的。

这一观念同样也适用于20世纪90年代互联网泡沫的破灭。在那个时候，很难了解哪家公司将会持续性成长。除非你很有信心，能够确定某家公司未来成长性将会很好，否则你就应该远离互联网公司。我们应该注意到，在最初上市时，即使是微软也不是一家成长性表现突出的公司，因为那时很难判断公司的成长性发展是否具有可持续性。然而，经过一段时间之后，微软的产品获得了巨大的成功，公司具有可持续性这一点变得越来越清晰了。微软处于近乎垄断的地位，其客户的数量在未来的很多年里还会持续不断地增长。从这一点来看，微软是值得投资的一家成长性公司。

公司与员工的关系如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

良好的员工管理关系会带来更高的客户满意度。公司的产品也许非常棒，然而，除非公司的员工热情大方，否则随着时间的推移，客户的满意度也会逐渐降低。与员工谈话或者通过其他方式进行沟通，可以了解到员工管理关系的很多内幕。沃尔玛的成功不仅仅是因为产品的价格比较低，同时，还因为其有着出色的员工管理关系。1999年，我参加了在阿肯色州费耶特维尔市（Fayetteville）举行的沃尔玛公司股东年度大会。和我同时参加会议的还有沃尔玛公司的10 000名员工，他们也都是沃尔玛的股东。我从来没有见过如此有激情的公司员工。他们经常欢呼，而且在会议结束时，齐声高喊沃尔玛公司的口号："Give me a W！"我与沃尔玛公司的少数员工进行了交谈，我发现他们这种令人难以置信的热情全都发自肺腑。

员工充满热情，这带来的好处是非常显著的：公司的支出会下降很多，因为很少有员工偷窃；客户购物也很开心，而且会成为回头客；存货在货架上存留的时间也不会很长（存货周转速度很快）。萨姆·沃尔顿称自己的员工为"沃尔玛伙伴"，而他们中的大多数人都是沃尔玛公司的股东。在2005—2006年，沃尔玛的员工管理关系由于员工健康福利的缘故而出现了恶化。这可能也是2006年公司成长出现下滑的一个重要原因。然而，沃尔玛公司积极采取强有力的措施，及时纠正了这一问题，大大提升了公司的形象。

研发很重要吗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不仅仅是高科技公司，所有公司都需要研究和开发（简称研发）来提升公司产品和服务的品质。像麦当劳和家得宝这样的企业，经常会通过客户调查、人际关系研究、市场研究和社会关系研究来改善和提升它们的产品。如果不是精心研究来提高建筑材料的品质或者通过客户调查提升圣诞树的质量，家得宝公司不可能取得如此巨大的成功。

很显然，研发在很多高科技公司，如微软、思科和英特尔等，处于更加重要的地位。如果不能在研发方面增加投入，取得显著成果，这些公司不可能实现持续性成长。如果一家公司的成功主要取决于过去在研发方面的投入，那么人们自然会想到这样一个很简单但又很有意义的问题：公司还是一如既往地在研发方面进行投入吗？当个人电脑行业刚刚起步的时候，包括Kaypro和CompuAdd在内的很多家公司，它们的盈利能力都很强。然而，现在这些公司都不存在了。有时候，很多公司的盈利状态比较好并不是因为它们的创新能力强，而是因为它们擅长模仿。随着技术不断革新，当有新产品出现的时候，这些公司的成长性就会受到很大的冲击。投资者如果仅仅依据公司过去销售收入的增长，就推断该公司未来销售收入仍然会继续增长，而没有考虑到研发对公司成长的重要性，那么就很容易在投资的时候遭遇失败和挫折。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你可能会想，像沃尔玛这样的公司肯定不需要在研发方面有太多的支出。然而，事实并非如此。沃尔玛公司花费巨资打造了高技术的存货控制系统和最先进的运输网络。判断哪些公司在研发投入上更具有远见卓识，对投资者来说是一件很困难的事情。某家公司在研发领域的投入高于其他公司，并不意味着这家公司就一定会在市场上推出让人振奋的新产品。我所知道的唯一解决办法，是尽一切可能从各种渠道了解公司的相关信息。

这方面取得成功的是戴尔电脑公司，与康柏电脑公司（Compaq）和美国国际商用机器公司（简称IBM）相比，戴尔电脑公司每一美元收入中用于研发的费用要远低于其他两家电脑公司。戴尔可能并没有太多地从事基础研究，但不能以此就立即推断出戴尔在产品创新方面处于落后地位。这是因为戴尔更多是依靠特许经营模式。戴尔花费了大量的资金开发和维持直接面对客户的销售模式。与康柏和IBM 相比，戴尔的商业计划更接近沃尔玛。迈克尔·戴尔（Michael Dell）所著的《戴尔战略》（Direct from Dell），描述了戴尔的研发努力是为了控制公司较IBM 或其他公司在成本方面的优势。其关注的重点并不是基础研究。仅仅通过比较公司在研发方面的投入，你并不能选择出最好的公司。你应该对这些研发支出的自然属性进行评估，从而判断这些研发投入能否保证公司在收入方面实现持续成长。

公司如何应对挑战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于公司在文化方面的差异，一些公司相较其他公司能更快速地适应不断变化的世界。为了追求可持续成长，公司经常需要重新塑造自己。对于大多数公司来说，变革并不是一件容易的事情；甚至有很多知名的大公司在面临新技术变革时，都难逃失败的命运。

IBM不再销售打字机。 2005年，当IBM将个人电脑事业部卖给中国联想集团时，你是不是感到非常惊讶？但我没有。事实上，我一直很怀疑，是什么让IBM存续这么久。 IBM现在是集各种类型的电脑硬件、软件和服务于一体的一站式商店。随着时间的推移， IBM重塑了自己。

沃尔玛是另外一个紧跟时代变化的代表。最初，沃尔玛只是一家折扣店。后来，萨姆增加了部分功能，也就是购买者俱乐部，然后是食品杂货店。沃尔玛已经成功地实现了海外扩张，不仅在德国、日本和韩国设有分店，而且在墨西哥和中国也开设了分店。在墨西哥，沃尔玛的附属子公司——沃尔玛·墨西哥公司（Wal-Mart de Mexico）已经进军银行业，并在其店内开设了支行。这样的冒险投资并不是总能取得成功，然而你却有必要关注它们可能带来的快速成长。沃尔玛正在努力打造成为一家互联网零售公司。未来某一天，沃尔玛如果成为了能与亚马逊公司相抗衡的互联网集团公司，我一点也不觉得奇怪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果一家公司已经多次重塑自我，那么很可能是因为公司文化促使它一直这么做。因此，在选择成长性公司股票时，有必要从一个长远的角度来考虑。成长性公司不一定就是年轻的公司。当互联网时代第一次到来时，微软并没有认为这是一股很重要的力量。然而，微软很快就改变了决定，并且重新进行了调整和定位。目前，微软正努力在互联网搜索和广告领域与谷歌竞争。发现一家公司是否会经常重塑自己，要求我们进行一系列的研究工作。财务指标分析并不能很好地捕捉成长性公司的这些特征。然而，如果你希望发现这些成长性显著的公司，还是必须要做这些努力的。

管理质量真的很出色吗

说到评判一家公司的管理质量到底如何，菲利普·费雪的方法可能是最好的。他建议通过向公司客户、供应商和员工发放调查问卷，从而获得公司管理质量方面的第一手材料。确认沃尔玛、谷歌和西南航空（Southwest Airlines）等公司拥有出色的管理并不是一件困难的事情。同样，《财富》（Fortune）杂志每年都会发布“全球最受尊敬公司”排行榜，《巴伦周刊》（Barron’s）也会发布“全球最佳CEO”排行榜。在这些排行榜中，你可能会找到那些你熟悉的公司的名字，同时还可以选取你准备投资的公司并做进一步的调查研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了衡量公司高级管理层各位成员的表现，有必要了解公司的这些高级管理人员是否拥有公司的股份，以及他们是否一直持有这些作为补偿奖励给他们的公司股份。如果公司高级管理层在获得这些股份奖励后或者在他们执行公司股票期权后，很快就将这些股票出售了，那你就需要认真地对该公司做一番调查研究了。

为什么有些公司的管理团队比其他公司表现得更优秀呢？我不敢说自己知道绝大多数公司关于这个问题的答案，但有一个思路可以供大家参考。每年我都会向高校毕业生询问，他们愿意去什么样的公司工作。这些有知识、有理想的年轻人的回答总是让我感到惊讶。 20世纪90年代末期，他们选择的公司是微软。而在2000年后，他们选择的是谷歌。如果学生们，尤其是那些天赋不错的学生们，选择谷歌而不是微软，那么从一定程度上表明，谷歌的管理文化愿意做出调整，从而满足或者反映出公司员工的整体素质。毫不奇怪，各种各样的调查结果都显示，一段时期内被认为管理质量良好的公司经过多年的发展后，还会再次被认为管理质量良好。由于高素质的管理人员为所在的公司和他们自身感到自豪，因此，他们愿意采取各种措施继续维持公司的这种声誉。

有关管理质量是否合格还有另外一个方面的提示，这条提示直接来自巴菲特的竞争周期原则。当一家零售公司新任命一位没有任何零售经验的CEO时，这其实是一个危险的信号，因为大家并不信任他（她）潜在的管理能力。这种不合适的任命随处可见。据我所知，伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克希尔-哈撒韦附属公司的CEO们都有着丰富的相关从业经验，而且有着令人羡慕的行业记录。投资者要避免公司财务报表和其他文件在解读管理质量方面带来的误解。按照公司的报告，所有管理人员都是非常优秀的。因此，有必要从其他渠道了解更多管理质量方面的信息。

边际利润率到底有多重要呢

当边际利润率非常高并且一直维持这样的高水平时，随着公司的不断成长，销售收入的增长会带来非常好的结果。否则，销售收入的增长并不具备较高的价值。正如菲利普·费雪指出的那样：“如果利润不能与销售收入同期上涨，那么所有销售收入的增长并不会产生合适的投资工具。考察公司盈利能力的第一步就是要研究公司的边际利润率情况。”

快速成长的公司与同行业其他公司相比，总是拥有比较高的边际利润率。例如，可以假设沃尔玛的边际利润率低于竞争者，因为沃尔玛的产品价格要低很多。这也正是凯马特公司失去相应的市场占有率，输给沃尔玛并最终在2002年破产的一个重要原因。然而，当你获知沃尔玛的边际利润率是3.4%，而凯马特公司破产时的边际利润率只有1.8%时，你一定会感到惊讶。一家优秀的公司很少只打价格战。公司之所以表现突出并取得辉煌成就是有多方面的原因的。我的分析让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我相信，沃尔玛的高盈利能力一部分原因是其专注于追求高存货周转率。

有个经常被争论的问题：拥有较高边际利润率的公司通常会吸引很多新的竞争对手加入该行业，最终导致它们的高边际利润率消失。然而，事实并非这么简单。高边际利润率的公司经常会通过降低价格赶走竞争对手，从而维持有利可图的状态。当诸如高级微设备公司（Advanced Micro Devices， AMD）准备通过复制英特尔公司的产品大打价格战的时候，英特尔公司降低了其老款产品的价格，转而研制高边际利润率的新产品。从理论上来说，竞争对手都有可能超过英特尔，但是，在我看来，这实际上是非常困难的一件事。哪有那么容易出现一家公司可以与英特尔这样的行业领导者和创新者进行竞争呢？况且英特尔有着强大的盈利能力和雄厚的市场基础。同时，我们也应该考虑到竞争也可能导致上百万美元的损失，如果没有能力与对手抗衡，就有可能走向破产。总的来说，高边际收益率的公司通常都属于高成长性公司。

公司的致命弱点（阿喀琉斯之踵）[1]是什么

有许多潜在变量可以用来考察公司，我并不建议你使用一长列变量来评估公司的成长前景。怎样从另外一个角度来看待公司呢？公司的致命弱点在哪里呢？这两个问题的答案可能会帮助你谨慎选择股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票。如果考虑到一些非常关键的变量，公司的状况已经开始恶化，你及时卖出股票，可能为时不晚。如果你被迷惑了，认为公司的表现特别好，那么你就有可能错失这些非常关键的提示和信号。

有一次，我在雅虎聊天室里提出这样一个问题：伯克希尔-哈撒韦公司的致命弱点是什么？最常见的回答是巴菲特的年龄（2007年，我提出这个问题时，巴菲特已经77岁了）。这显然是一个很重要的问题，如果没有巴菲特，伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格会暴跌吗？在很多情况下，当某家著名公司的CEO退休或者换届时，总会出现一段真空期。在萨姆·沃尔顿去世的时候，沃尔玛公司的股票价格停滞了一段时间。然而，沃尔玛公司仍然很强大。经过两三年的调整，公司最终重回上升通道。

非科技类高成长性股票的典型案例——麦当劳

市场上有许多非科技类高成长性股票，你能否在未来的投资过程中找到这样的股票，取决于你的投资技术、背景以及学习知识的投入程度。这些公司中的代表包括沃尔玛、家得宝、星巴克、墨西哥快餐店Chipotle、丹纳赫集团（Danaher）和伊顿范斯公司（Eaton Vance）。然而，在本小节，我们将讨论另外一个非科技类高成长性股票的例子：麦当劳！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1980年，麦当劳的股票价格仅为每股1美元（分拆调整后的股价），而到了2000年，麦当劳的股票价格接近每股45美元。平均来说，公司股票价格的年增长率超过了20%，这是市场平均增幅的两倍。即使你在1990年以每股7美元的价格买进麦当劳的股票，到2000年的时候，你也获得了6倍的价格增幅。

问题是在1990年，也就是在麦当劳已经经历了高速成长之后，你是否还敢继续买入麦当劳的股票。在最初的5年时间里，麦当劳的每股收益以每年14%的速度稳步增长，从1985年的每股0.28美元上涨至1990年的每股0.55美元。麦当劳在海外的扩张是成功的。因此，如果你对快餐行业和麦当劳都有着比较全面的了解，我相信你一定能推断出，麦当劳的盈利情况会继续保持稳步上升的发展态势。麦当劳的每股收益从1990年的0.55美元上升至1999年的1.40美元。

当你确定了像麦当劳这样的公司能够稳步成长，接下来你就有必要认真思考这样一个问题：当前的股票价格合理吗？在我的分析讨论中，我并没有将IPO、小公司或者其他很难估值的公司包括进来。考虑到它的历史水平和行业平均水平，麦当劳的市盈率水平其实是相当高的，而且这种状态还会持续很长一段时间。你不应该立即做出该股股价很高的判断，否则你就错失了良机。对于成长性股票来说，以低市盈率水平进行买卖是不常见的。只要股票价格没有高得离谱，比如，股价是收益的20倍或者30倍，那么这样的股票仍然值得买进，你应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对未来的成长充满信心。很少有股票的市盈率在30倍以上，还能维持很长一段时间的高收益。

2000年，麦当劳的市盈率是32倍。与10年前市场平均市盈率的18倍，或者与标准普尔500长期市盈率的16倍相比，麦当劳32倍的市盈率的确是太高了。此时，对公司的了解程度就显得尤为重要。麦当劳仍然是一家好公司，而且未来还会继续成长，尽管速度会放缓。只不过，现在已经不是买入的好时机了。

从投资的角度来看，一旦你发现了这些成长性的公司股票，你所能做的就是等待一个最佳时机买入它们。以麦当劳为例， 2003年，由于英国和其他地方大规模爆发疯牛病，麦当劳的股票价格降至每股13美元，如果你在这个时候买进，你的投资就是非常成功的。麦当劳将倒闭的说法被证实是谣言。麦当劳这个时候的股票价格太便宜了！而到了2009年，麦当劳的股票价格已经上涨至每股53美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

为了挑选出优秀的成长性公司股票，我建议你认真考察公司近几年的盈利情况，因为能够连续几年保持盈利稳步增长的公司，在未来仍有可能继续保持较强的盈利能力。你同样需要考察一些定性分析变量，这些变量包括公司管理质量和公司文化，因为这些因素都会影响公司未来的成长。在你准备投资成长性公司股票之前，你应该认真考虑这样一种可能性：公司股票的价格可能已经反映了公司的高成长潜力。你可以通过评估公司的市盈率或者计算它的内在价值做出判断。有关公司内在价值的相关内容，我将会在第五章进行讨论。总之，成功投资成长性股票要求你对公司的主营业务有非常全面的了解，而且还应该有能力准确地预测公司未来的盈利状况。

[1] 阿喀琉斯是希腊勇士，出生后其母握其脚踵倒提着在冥河水中浸过，因此除未浸过的脚跟之外，全身刀枪不入。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章　　内在价值

一般来说，所谓内在价值指的是由企业的真实情况所决定的价值，例如，资产、盈利、股息以及明确的发展前景等，与建立在人为操控或主观高估基础上的市场报价截然不同。

——本杰明· 格雷厄姆和戴维·多德

在你冒险把自己辛辛苦苦赚到的钱用于投资股票之前，你肯定想知道未来能获得多少投资收益。你对股票的估值，或者称为该股票的内在价值，是你为了获得未来投资收益现在愿意为该股票支付的最高价格。此时，未来的投资收益包括股息收入以及按照未来实际的市场价格出售股票可能获得的潜在收益。内在价值低于其市场价格的股票并不具有投资价值。巴菲特劝诫投资者：“内在价值的计算并不简单……内在价值更多的是一种估计，而不是一个准确的数字。”为了更加透彻地向读者阐释内在价值这个概念，我将在本章计算威斯科金融公司（Wesco Financial）、可口可乐公司以及伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

计算内在价值

在评估企业未来的发展前景时，每个人都有自己的看法。每位投资者对风险的容忍程度是不同的。因此，我们很容易接受这样一种观点：在这个世界上，所有人都认同的普通股是没有什么独特的内在价值的。在计算内在价值时，你应该先检查一下企业的资产负债表。某些资产，例如，现金和对可交易证券的投资，是以市场价值列示的。因此，在最初估算企业的内在价值时，我们可以认为此类资产的内在价值与其市场价值是相同的。不过，对于绝大多数估算来说，内在价值的主要组成部分来源于其未来的盈利。

在估计未来的盈利情况时，你可以根据对企业以往各年度经营状况的评价，先估计企业的年均盈利增长率。然后，你可以使用估算出来的盈利增长率计算企业未来若干年后（比如未来10年以后）的盈利数值。最后，使用市盈率乘以每股未来盈利，计算出股票的未来价值，然后进行贴现计算以便求出其现值。此外，我们还要用合理的方式剔除掉股息的影响。

虽然这种计算方法比较简单，但是实际上它需要先提出多个假设前提。例如，为了实现盈利目标或者获得可持续的营业利润，你可能需要调整企业目前的盈利数据。你还需要估算企业的年均收益增长率、市盈率乘数以及贴现率。在使用这种计算方法时，有一点很重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要，那就是你必须非常了解企业经营的业务，只有这样你才能得到较为准确的估计值。

接下来让我们检查一下普通股估值的三个例子。威斯科金融公司的估值比较简单，因为该公司持有的绝大多数资产都是可交易的证券。盈利情况对威斯科金融公司内在价值的影响非常有限。与之相反的是，可口可乐公司的内在价值主要由其未来的盈利情况所决定。最后，我会向大家展示如何用另一种方法计算伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。

威斯科金融公司：着重研究资产负债表

伯克希尔-哈撒韦公司拥有威斯科金融公司80.1%的股权，是其控股母公司。伯克希尔-哈撒韦公司的董事会副主席兼威斯科金融公司的董事会主席查理·芒格，在前几年曾经估算过威斯科金融公司的内在价值。这里我们就按照芒格的思路，使用公司2008年年报的数据计算其内在价值。

表5-1给出了简化后的威斯科金融公司的资产负债表（2008年12月31日）。威斯科金融公司的总资产规模为30.51亿美元，其中现金及现金等价物的金额为2.98亿美元，大约占总资产的10%。证券投资资产的金额为18.68亿美元，主要投资于宝洁公司（3.86亿美元）、可口可乐公司（3.26亿美元）、富国银行（3.73亿美元）和卡夫食品公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（Kraft Foods， 2.69亿美元）这几家知名企业的股票。因此，威斯科金融公司绝大多数的资产（即现金及现金等价物、可交易股权证券、固定期限证券投资这三大类，金额分别为2.98亿美元、 18.68亿美元和2 900万美元）是按照市场价值列示在资产负债表当中的，这三类资产的总金额为21.95亿美元，可以被视为流动性资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-1 威斯科金融公司的资产负债表

单位：百元美元

资产	
现金及现金等价物	298
投资	
可交易股权证券	1 868
固定期限证券	29
其他资产	856
总资产	3 051
负债与所有者权益	
负债	
浮存金（尚未支付的保险理赔）	215
应付递延所得税	231
其他负债	227
总负债	673
所有者权益	2 378
负债与所有者权益总额	3 051

我们应当按照负债与资产之间关系的密切程度将资产减去负债。对于负债项目，表中总负债的金额为6.73亿美元，其中只有两项的负债条目是与投资直接相关的：2.31亿美元的应付递延所得税和2.15亿美元的浮存金。这两项均为非生息的负债条目。所谓应付递延所得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

税，指的是只有当企业将自己投资的证券（例如，威斯科金融公司持有的宝洁公司的股票）卖出时，才需要向美国国税局缴纳的税款。因此，从本质上来说，这笔负债相当于美国国税局向威斯科金融公司提供的一笔无息贷款。你需要估算这笔负债的真实价值。如果我们假定这些证券在很长一段时间内都不会被售出，那么这笔应付递延所得税也会在很长一段时间内不必支付。因此，在评估威斯科金融公司的内在价值时，这笔负债的大部分价值基本上可以忽略不计。因此，这笔负债的真实价值应当在0～2.31亿美元之间。我假定这笔负债的真实价值等于1.15亿美元，即取了0～2.31亿美元的中间数。

第二笔负债浮存金指的是威斯科金融公司持有的保费资金，只要保险业务的经营最终能够实现盈亏平衡，那么这笔资金就不会给威斯科金融公司带来任何成本。我假定在可预见的未来，公司不需要支付这笔负债，而且这笔浮存金还有可能给公司创造某些收益。所以据此推断，保险业务带来的浮存金负债本质上是没有成本的。因此，我们用21.95亿美元减去1.15亿美元，结果等于20.80亿美元，这就是流动性资产的估计值。

如果威斯科金融公司不拥有任何运营的子公司，那么分析到这里就可以结束了。 2008年，威斯科金融公司的净利润总额为8 200万美元。其中， 6 400万美元的利润来自投资收益，剩下的1 800万美元则来源于经营收益。既然前面我们已经估算过了各项投资的价值，那么接下来只需要分析这余下的1 800万美元。根据我们对威斯科金融公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过去几年盈利状况的分析，我们认为公司目前的盈利规模是可持续的，因为近几年来公司每年的盈利金额都相差不多。因为威斯科金融公司没有借款，所以盈利很有可能至少保持在现有的水平，并有增长的潜在希望，因此，我可以用一种简单的方法来估算威斯科金融公司未来的盈利情况。我将市盈率设定为15倍，则威斯科金融公司经营业务的资产价值就等于2.7亿美元。所以，我对公司普通股内在价值的估值就等于20.80亿美元+2.7亿美元，也就是23.50亿美元。威斯科金融公司目前已发行的普通股股份为712万股，所以每股内在价值的估计值就等于330美元。与之相比，截至2008年年底，该公司股票的市场价格为每股288美元。请大家注意，前面我们设定了多个假设前提，如果我们改变对保险业务浮存金、市盈率倍数或应付递延所得税等项目的估计值，那么最终计算出的威斯科金融公司内在价值的数值也将随之发生变化。我们对威斯科金融公司内在价值的估计，与2008年年底该公司报告的每股334美元的普通股账面价值比较接近。

你肯定已经注意到了，投资品的估值，即我们对宝洁公司、可口可乐公司、富国银行以及卡夫食品公司这4项普通股投资的估值，对威斯科金融公司内在价值的影响非常大。最开始估算时，我们可以简单地认为这些投资品的市场价值可以代表其内在价值。如果想进一步准确地估算，那么你可以考虑实际计算一下这些投资品的内在价值。记住，内在价值只是一个估计值。还有一点更为重要，那就是这只是一个人的估计或判断，投资者们的估计值往往各不相同，而且差异可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会比较大。在本案例中，我对威斯科金融公司内在价值的评估值为每股330美元，与2008年年底该公司每股288美元的市场价格相差不大，因此不值得买入。

可口可乐公司：着重分析企业未来的盈利情况

与威斯科金融公司不同，可口可乐公司的内在价值主要来源于其盈利。在威斯科金融公司的案例中，我们并没有强调公司盈利的增长情况。可口可乐公司则不同，未来盈利的增长态势对公司内在价值的影响比较大。我将1998年设定为基年，然后再分析可口可乐公司自1998年至今的发展情况。

1998年年底，可口可乐公司的总资产规模为191.4亿美元，主要构成为有形资产。当时，公司持有的流动性资产（现金以及可交易证券）仅为18.1亿美元。通过对该公司过去11年的年报进行分析，我们发现可口可乐公司1998年持有的现金及可交易证券的规模与历史水平基本一致，大约相当于总收入的10%，而且这部分资产尚不足公司股东权益市场价值的1%。因此，与威斯科金融公司一样，我们不需要单独处理这部分资产。我假设可口可乐公司的日常经营就需要用到这么多的现金以及可交易证券。

下一步是更仔细地论证企业未来的发展前景。在1988—1998年这10年间，可口可乐公司的总收入水平保持了8.8%的年均增长率，其每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股盈利的年均增长率为14.5%。不过，在最近5年间，其收入的年均增长率有所放缓，下滑至6.0%，每股盈利的年均增长率也随之下降为11.2%。

1998年，可口可乐公司的每股盈利为1.42美元，这种增长趋势似乎是可以持续下去的，因为之前三年的每股盈利都保持了相近的增长速度：1.67美元、 1.40美元和1.18美元。所以，我们可以合理地估计，未来10年与前面5年的情况类似，公司的盈利能够按照年均10%左右的速率增长。根据这一假设， 10年后，也就是2008年，公司预期可以实现的每股盈利（基于1998年的数据计算）应该为3.68美元。接下来，我们需要为2008年的每股盈利给出一个合理的市盈率倍数。对于负债率较低、管理到位的企业来说，市盈率在15～20倍之间都是合理的。不过，为了便于计算，我们把市盈率定为15倍，则2008年年底，可口可乐公司的预期每股盈利应该为15 乘以3.68，即每股盈利55.20美元。

预期每股盈利55.20美元的现值要取决于我们选定的贴现率的大小。我认为，贴现率至少要达到公司股东可以接受的最低投资收益率。如果贴现率设定为7% （7%的贴现率是比较低的，但是我依据的假设前提是在1998年我愿意支付的抵押贷款利率水平），则1998年55.20美元的贴现值等于每股28.06美元。如果可口可乐公司没有向股东支付任何股息，那么我们可以直接估算出可口可乐公司在2008年年底的内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在价值（或者是1999年年初，那时1998年年底的会计数据才会公布出来）。

我们应当把接下来10年间，可口可乐公司向股东支付的股息价值也加进去。 1998年，可口可乐公司发放的现金股息为每股0.60美元。假设股息按照年均10%的速度增长（与盈利的增长速度相同），那么到了1999年，投资者便可以获得每股0.66美元的股息，以此类推。将贴现率设定为7%，则未来10年后，股息的贴现值就是每股9.83美元。所以，我对1999年可口可乐公司内在价值的估计值是28.06美元+9.83美元，也就是37.89美元。

1999年秋天，我在课堂上向学生演示了上述计算过程。当时，可口可乐公司的股价为每股70美元左右。根据上面的计算结果，可口可乐公司的股票价格似乎高估了约100%。请注意，我们前面估计在2009年年初，可口可乐公司的股票价格大约为每股55.20美元。然而实际情况是，到了2009年年初，可口可乐公司的股价为每股45美元，而基于过去12个月的财务数据计算出的市盈率为18倍。

在上面的计算推导中，很多变量的估计值都是可以变化的。例如，你可能会认为，我们应当用不同的方法评估股息和盈利的价值，因为股息要支付给投资者，而盈利不会被支付给投资者。你还可以直接使用迈伦·戈登（Myron Gordon）构建的股利贴现模型，来计算可口可乐公司股价的理论值。总之，根据假设的前提不同，你可以算出无数多个可口可乐公司在1999年初的内在价值的估计值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还有几点分析值得我们一提。可口可乐公司是一家经营稳定的企业，所以对其未来盈利状况进行估计是较为简单的。也就是说，错得离谱这种情况出现的概率是很低的。由于高科技企业未来发展的不确定性因素太多，当你采取类似的方法计算高科技企业的内在价值时，你应当更加仔细、慎重地分析企业的未来盈利情况。

即使是可口可乐公司，其股票价格在1998—2009年期间也出现了较大幅度的波动。在此期间，可口可乐公司的股价曾经低于每股40美元，也曾经上涨至每股超过85美元。所以说，如果你看得不够长远，流动性不够充足，那么无论你投资的是哪一家公司的股票，你可能都无法实现获得合理投资回报的目标。例如，如果你突然急需现金，不得不在股价较低的时候把股票卖掉，那么即使你投资的是类似于可口可乐这种未来发展较为稳定的企业，你的原始投资也会遭受较大的损失，更不用说那些未来盈利情况难以准确估计的企业了。计算企业的内在价值还有一个好处，即当股价下跌时，你会因为心中有数而不那么慌张。事实上，当可口可乐公司的股价由每股85美元下跌到40美元左右时，我考虑过买入可口可乐公司的股票。但最终我并没有这样做，因为只是估算企业的内在价值还不足以成为买入的充分理由。

回顾：前面我曾经说过，可口可乐公司的股票适用的市盈率为15～20倍。然而，1999年年初，可口可乐公司的实际市盈率为70/1.42，约为49倍。我想知道这是为什么。如果实际市盈率在25～30倍之间，我还能够理解，可是为什么这只股票竟然可以达到49倍这么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高的市盈率呢？当时，市场不仅高估了可口可乐这只股票，其他很多公司的股票也都处在较高的估值水平。此类被高估的股票就像是被放入大海中的小船，眼前就是越涨越高的浪潮。我们从中可以得到怎样的经验教训呢？你可能会说："市场犯了错。"不过，对我来说，这并不是一个令人满意的回答。"为什么市场会犯错？"这个问题也没有一个令人信服的答案。"为什么可口可乐公司的股价会这么高呢？"当事实摆在眼前时，我们的决定就是最好不要买入。

伯克希尔-哈撒韦公司：内在价值

现在，我们要计算一下伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。巴菲特从未公布过他自己对伯克希尔-哈撒韦公司内在价值的估值是多少，而且他也从未向投资者建议过可以使用哪一种较为合理的估值模型评估伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。但是，巴菲特经常谈到的、有关伯克希尔-哈撒韦公司的各种信息可以为投资者所用。我设计的估值方法就是建立在巴菲特近来发表的、有关如何计算伯克希尔-哈撒韦公司内在价值的相关建议基础之上的。正如前言所述，通过本书，我们要达到的目标就是从巴菲特的著作中尽可能多地学到东西。

企业内在价值的另一种计算方法是先估计企业未来经营可能获得的预期现金流。如果现金流没有流出事业部门（比如，伯克希尔-哈撒韦公司），那么它们必然会带来额外的增长率。然后，我们再把过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的增长率经过合理的调整后，延伸到未来。对于伯克希尔-哈撒韦公司来说，经营活动中生成的现金流最终必然会被用于下列两种用途之一。

- 投资，如股票、债券和现金等价物。例如，伯克希尔-哈撒韦公司对美国运通公司、富国银行的股权投资等。
- 购买控股或全资子公司。例如，冰雪皇后（DQ）和耐特捷公司（NetJets）等被收购的子公司。

我们只需要估算出上述两大类资产的价值，就能算出伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。在评估投资品的价值时，我们可以直接参考其市场价值。在评估子公司的价值时，我们可以使用其盈利数据。巴菲特会定期在伯克希尔-哈撒韦公司的年报上，提供有关两大类资产的财务数据。表5-2给出了伯克希尔-哈撒韦公司近些年来的相关数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表5-2　伯克希尔-哈撒韦公司的财务数据

单元：美元

年份	每股投资额	每股税前盈利（非保险业务）
2000	50 648	848
2001	47 460	1 379
2002	52 705	2 215
2003	62 273	1 971
2004	66 967	2 148
2005	74 129	2 441
2006	80 636	3 625
2007	90 343	4 093
2008	77 793	3 921
2000—2008复合增长率	5.50%	23.10%

- 伯克希尔-哈撒韦公司的每股投资额从2000年的50 648美元增至2008年的77 793美元，年均复合增长率为5.5%。1995—2006年，巴菲特提供的年报称，公司投资的年均增长率约为12.6%。近些年来投资增长率的下降可能是因为伯克希尔-哈撒韦公司加大了对全资子公司的投入，导致公司规模日益扩张，或者是受到了2008年金融危机的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 非保险业务的税前盈利由2000年的每股848美元上升至2008年的每股3 921美元。盈利的年均增长率达到了21%。1965—2008年，平均复合增长率约为17%。近些年来，公司较高的盈利增长率主要源于其并购行为，因为伯克希尔-哈撒韦公司已将重点由使用免费的自由现金流转向并购方面。假设近期的现金流使用模式仍将继续延续下去，我们可以用21%的增长率来估计未来的盈利数值。

接下来让我们设想一下， 10年后的伯克希尔-哈撒韦公司会变成什么样。前面在计算威斯科金融公司的内在价值时，我们并没有这样做，因为这种前景展望似乎不太重要，而且做起来也不容易。对于伯克希尔-哈撒韦公司来说，我们至少要考虑到下面三个问题：

- 增长率是否会高于或低于我们刚刚计算出来的那个数值，还是恰好等于？
- 这一增长率会持续多长时间？
- 最后，我们应当使用多高的贴现率？

我看过许多家公司的年报，其中没有哪一家的年报规定，我们不能使用公司近几年的增长率估值，所以我们假定每股投资额的年增长率为5.5%，非保险业务盈利的年增长率为21%。 5.5%的每股投资额增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长率看上去似乎有点低，而21%的非保险业务盈利增长率又有点高。当然，对于这两个指标，你也可以使用其他数值，从而得出不同的内在价值估值。还有一点值得注意，如果伯克希尔-哈撒韦公司没有新的并购计划，那么其现金流将会被用于其他年增长率更高的投资项目。和前面一样，为了计算伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值，我将贴现率设定为7%。

根据上述假设前提，10年后，即2018年年底，每股投资额和每股税前盈利的数值如下所示：

每股投资额：132 882美元

每股税前盈利：26 379美元

我们就按照上面的数据把每股投资额设定为132 882美元，因为从本质上来看，这就是其市场价值。至于盈利，我用10倍的市盈率乘以税前盈利（这相当于是用15倍的市盈率乘以税后收益）。这样做可以帮助我们得到伯克希尔-哈撒韦公司A类普通股的每股估值。所以，10年后，伯克希尔-哈撒韦公司每股普通股的估值为132 882美元+10×26 379美元=396 672美元。其现值的大小取决于你使用多大的贴现率。如果贴现率设为7%，则现值为396 672/1.97，即201 356美元。

整个计算过程就是这样。与计算威斯科金融公司的方法类似，如果我们假设浮存金的成本为零，并把应付递延所得税的金额设定为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半，那么就要从每股201 356美元中减去3 300美元。四舍五入，那么我对伯克希尔-哈撒韦公司目前内在价值的估计值等于每股198 000美元。

哇！这个数值太惊人了！照此看来， 2009年年初，伯克希尔-哈撒韦公司的股价被严重低估了，因为当时其A类普通股的市场价格仅为每股90 000美元。因此，伯克希尔-哈撒韦公司的股票在2009年年初是值得买入的，而且直到2009年11月，其股价上涨至每股约100 000美元时，仍然具有投资价值。

上面这个计算结果并不表明伯克希尔-哈撒韦公司的股价有可能在短期内大幅度飙升。即使我们的估值是准确的，也很难知道实际的市场价格会在何时并以怎样的形式反映出公司的内在价值。我不知道其他的市场参与者怎样评价伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值。这只不过是我的估计。 2009年，由于受到经济衰退的影响，伯克希尔-哈撒韦公司的盈利情况有一定程度的下滑，此时，如果短期内该公司的股价下跌或保持不变，我不会感到惊讶。接着，我们可以根据对伯克希尔-哈撒韦公司10年后的估值计算一下投资收益率。如果你按照每股90 000美元的价格购买了伯克希尔-哈撒韦公司的A类股票，而股价10年后真的达到了每股396 672美元，那么你将获得高达16%的年均投资收益率。

回顾：我们可以利用伯克希尔-哈撒韦公司2006—2007年的真实财务数据，检验一下上述这种计算方法是否有效。 2006年，每股投资额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为80 636美元，每股税前盈利为3 625美元。忽略其他细节，我们可以算出每股价值为80 636美元+10×3 625美元=116 886美元。 2007年年初，在2006年的年报公布以后，伯克希尔-哈撒韦公司当时的股价大约为每股110 000美元。所以说，我们有点高估了伯克希尔-哈撒韦公司的普通股价值。但是，我们的估计值与实际市场价格之间的差距并不大。采用相同的方法计算2007年的数据，得出2008年年初伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值估计值为90 343美元+10×4 093美元=131 273美元。 2008年年初，伯克希尔-哈撒韦公司的实际股价为140 000美元。由于伯克希尔-哈撒韦公司持有大笔对其他公司的股票投资，因此其股票价格会随着整个股票市场的波动而大幅变动。

何时买入股票：考虑安全边际

前面我们已经计算了三家公司的内在价值，我们知道只有当市场价格低于股票的内在价值时，这只股票才值得买入。那么，你肯定会问：“市场价格到底要比内在价值低多少才值得买入呢？”我想任何一只股票都存在一个买入的安全边际，即股票的内在价值与市场价格之间的差。如果你买入股票的价格等于其内在价值，那么就无法受到安全边际的保护了。如果现实情况与你的估计完全相同，那么你能获得的年投资收益率就等于你设定的贴现率。例如，如果你把贴现率设为7%，在相当于其内在价值的价位买入股票，则你的年投资收益率就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为7%。如果同样是这只股票，买入价比内在价值低25%，则计算结果显示，年投资收益率大约为10%。如果买入价仅相当于内在价值的50%，则投资收益率约为15%。所以说，买入股票时尽量保持较大的安全边际是非常理性的做法。另外一种思路是，为了获得较大的安全边际，你可以设定一个较高的贴现率。

你必须要注意以下几点：首先，在计算伯克希尔-哈撒韦公司的内在价值时，每股投资额要按照市场价值计算。随着股票市场指数的起起伏伏，每股投资额的数值也会随之增加或减少。如果伯克希尔-哈撒韦公司持有的股票被高估或被低估，则该公司股票的内在价值也会随之呈现被高估或被低估的情形。其次，我们假设非保险业务部门营业利润的年增长率为21%。 2009年11月，随着伯克希尔-哈撒韦公司宣布收购伯灵顿北方圣达菲公司，目前这一增长率很有可能会实现。

由于在计算过程中涉及多个假设，因此你可以调整各个指标的假设值，多计算几遍。你对某只股票的投资比例应当取决于其安全边际，以及你对自己算出的股票内在价值估值的自信程度。最后，你还应该学习一些企业管理方面的知识。如果你能学会巴菲特和芒格的管理模式，那么一点点安全边际就足够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

本章主要是向你解释估算公司普通股内在价值的方法，这种方法在你做出买卖决策时能够提供指导性的帮助。多了解公司的信息是非常重要的，因为这样一来，你在估算公司内在价值时就会使用更加准确的方法。你应该只投资那些安全边际比较高的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章　　巴菲特的投资原则=价值+成长性

绝大多数分析家们认为，他们必须要在两个通常被认为是相互对立的目标之间做出选择：要么追求“价值”，要么追求“成长性”。在我看来，两者完全可以结合起来：在计算价值时，成长性永远可以被视为价值的来源之一。

——沃伦· 巴菲特

大多数人都把巴菲特看作价值投资者。“价值投资者”这个词语常被用来指代这样一类投资者——他们投资的股票都具有相似的特征，要么是市盈率较低，要么是市价与账面价值比率较低。此外，还有一些投资者喜欢买入市场价格已经大幅下跌的股票，他们也被称为价值投资者。我认为这样的投资者对企业的业务和经营状况肯定非常了解，因此他们相信未来股价一定会回升。巴菲特说得很明白，一位明智的投资者在投资时必须要同时考虑价值和成长性这两个因素。与市面上通行的观点刚好相反，巴菲特并不是一位纯粹的价值投资者。本章我会向大家介绍，巴菲特将价值与成长性融合在一起以追求高收益的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司是一只成长性股票

在过去40年间，伯克希尔-哈撒韦公司每一年股票价值的增长率都高于标准普尔500指数的增长率。表6-1提供了伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值的年化增长率、股票收益率以及对应的标准普尔500指数的收益率。在完整的40年间（截至2008年），伯克希尔-哈撒韦公司每股账面价值的年化增长率为20.7%，年均收益率为21.8%。 1969年年初，如果你花10 000美元购买了伯克希尔-哈撒韦公司的普通股，那么40年后，这笔投资的价值将会增值为2 670万美元。与之相比，标准普尔500指数的年化收益率只有8.9%，也就是说，初始投资额10 000美元，在40年后仅增值为30.2万美元。很明显，伯克希尔-哈撒韦公司的普通股是一只长期成长性股票。

近些年来，伯克希尔-哈撒韦公司的增长率似乎有所下降，也许是因为公司的规模越来越大，也许是因为受到了2001年发生在美国的恐怖袭击事件以及2008年金融危机的影响。自1965年起，伯克希尔-哈撒韦公司仅在2001年和2008年出现了每股账面价值下跌的情况。而且，即使是在最近这10年里，公司的投资收益率也比标准普尔500指数高出4.7个百分点。

在表6-1中，伯克希尔-哈撒韦公司的财务数据的计算范围包括其控股或全资子公司，以及通过投资普通股少数持股的企业。有关伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

希尔-哈撒韦公司少数持股买入与卖出的时间及价格的详细数据很难查找。不过，位于华盛顿美国大学的杰拉德·马丁（Gerald Martin）和内华达大学拉斯维加斯校区的约翰·普腾普拉克尔（John Puthenpurackal），搜集了伯克希尔-哈撒韦公司投资普通股的详细数据，并做了细致的分析。1976—2008年，伯克希尔-哈撒韦公司持有的普通股资产组合的年均投资收益率为18.2%，轻轻松松地打败了标准普尔500指数在同一时期内10.6%的投资收益率。

表6-1 伯克希尔-哈撒韦公司的业绩与标准普尔500指数的对比

单位：%

10年期与40年期	每年的变化比率			伯克希尔-哈撒韦公司股票价值的增长率与标准普尔500指数增长率的差
	伯克希尔-哈撒韦公司的每股账面价值	伯克希尔-哈撒韦公司的股票价格	标准普尔500指数（包括股息）	
1969—1978	20.5	15.9	3.1	12.8
1979—1988	28.2	40.4	16.2	24.2
1989—1998	29.0	31.0	19.2	11.8
1999—2008	6.4	3.3	-1.4	4.7
1969—2008	20.7	21.8	8.9	12.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来人似乎很难复制巴菲特的辉煌战绩。不过好消息是，多年以来，巴菲特留下了大量的书面以及演讲资料，其中充分阐述了他的投资理念与投资原则。即使我们不能复制巴菲特的辉煌，至少我们应该学习巴菲特的投资模式以提高自己的投资收益率。接下来，我会首先简单地讲述巴菲特为什么会在1976年第一次投资盖可保险公司，然后会提到其他几笔并购案，最后归纳一下巴菲特投资风格的显著特征。

价值+成长性

盖可保险公司的股价从20世纪50年代末期的每股5美元一路飙升至1972年的60多美元。随后，这个灰姑娘的神话故事戛然而止。 1976年，盖可保险公司濒临破产边缘，股票的交易价格一直在每股2美元左右徘徊。 1977年，伯克希尔-哈撒韦公司出资410万美元购买了盖可保险公司129万股普通股，平均每股股价2.55美元。此外，伯克希尔-哈撒韦公司还投资1 900万美元购买了盖可保险公司7 500万股优先股。截至1980年，伯克希尔-哈撒韦公司对盖可保险公司的股权投资达到了4 700万美元，占盖可保险公司股本总值的33%左右。在接下来的15年里，随着盖可保险公司不断回购自己已发行的股份，伯克希尔-哈撒韦公司对盖可保险公司的持股比例增加至50%。

对于价值投资而言，使用市盈率或其他指标的目的并不是要利用指标本身所具有的某些特殊性质，实际上是为了提醒投资者只有当亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

损风险较小时，才能把手上的钱投资出去。伯克希尔-哈撒韦公司第一次投资盖可保险公司时，后者正在亏损，所以计算市盈率是毫无意义的。由于当时盖可保险公司正准备宣告破产，因此其资产的账面价值也不会太高。不过，在获得了伯克希尔-哈撒韦公司及其他投资者提供的额外股权资本后，盖可保险公司从濒临破产的边缘被拯救了回来。所以说，巴菲特的这笔投资亏损的可能性并不高。“关注亏损风险”是巴菲特从价值投资理论中汲取的主要观点。

如果巴菲特只是一位普通的价值投资者，那么在他第一次买入盖可保险公司的股票不足一年或是在接下来的几年里，当股价上涨幅度超过100%时，他很可能会把自己持有的盖可保险公司的股票卖掉。他对盖可保险公司的情况非常了解，因为他从1951年就开始关注这家公司。总而言之，巴菲特之所以会投资盖可保险公司，主要是看中其未来的长期发展潜力，这是成长性投资者的经典操作手法。伯克希尔-哈撒韦公司对盖可保险公司的投资总额为4 700万美元，到了1995年，巴菲特将盖可保险公司余下的股份全部收购时，这笔投资共计增值了50倍左右，达到了23亿美元。盖可保险公司的例子充分说明了，巴菲特的成功秘诀在于寻找那些不仅符合价值投资要求而且具有良好成长潜力的投资对象。巴菲特的投资模式并不是单纯的价值投资，而是价值投资与成长性投资的结合。

价值投资模式有时会被看作一种定量的投资分析方法，因为其研究的重点在于各种各样的指标变量，如市盈率；而成长性投资则通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

被称为定性投资分析方式，因为其主要关注的是一些难以计算的变量。我并不打算声称自己找到了一种可以把价值投资与成长性投资结合在一起且优于价值投资的新型超级投资模式。巴菲特才是这种新型投资模式的真正创造者。巴菲特在很多场合陆陆续续地谈到过这种新型投资模式的方方面面。下面这段文字摘自巴菲特1967年写给合伙人的信，能够帮助我们更好地了解巴菲特投资理念的演变过程。

尽管我认为自己更多地使用了定量的投资分析方法，但是在多年以来的实际操作中，我更看重的是定性的投资分析方式。也就是说，有时候我对投资对象的“洞察力”很深刻，定性分析的准确性比较高。这就是我偶尔能够大获全胜的一个重要原因。不过，这种现象并不会经常发生，因为“洞察力”这种东西是比较罕见的。当然，定量分析不需要什么洞察力——数据会让你感到眼花缭乱。因此，只有那些善于进行定性分析并据此做出投资决策的投资者才有可能赚到大钱。但是，至少对我来说，采用定量分析法的投资者显然更容易获得稳定的投资收益。

显而易见，巴菲特认为，如果投资者希望获得较高的投资收益率，那么就必须大力强调成长性的投资理念。

实践“价值+成长性”的投资理念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要实践巴菲特的普通股投资理念，你可以采用下面两个步骤。首先，判断一笔投资的亏损风险是否较低。一般来说，较低的市盈率或市价与账面价值比率是风险较小的代名词。其次，在判断了投资的风险大小以后，你应当分析一下股票的增值潜力，并计算其内在价值和安全边际。如果安全边际比较大，即使该股票的市盈率高于市场的平均市盈率或者高于企业的历史平均市盈率，你也应该买入这只股票。当然，你投资的股票不会每一只都是高成长性的股票。不过，由于投资的亏损风险被限制在较低水平，所以大多数情况下你不会亏损；即使亏损难以避免，你的实际损失额也不会太高。正如下面我要讲到的那样，只要你的投资池中有几只股票是非常成功的高成长性股票，那么即使其他股票的投资略有亏损，你还是能够获得比较高的总体投资收益率。

我们可以用一个虚拟的例子来说明，投资于成长性股票能够给投资者带来哪些好处。事实证明，只要你投资的每5只股票中有一只股票表现出色，你就可以获得较高的总体投资收益率。假设市场的平均投资收益率为10%。你投资了5只股票，每只股票的投资额均为1 000美元，因此总投资额为5 000美元，投资期限为三年。如果你像预期的那样每年获得10%的投资收益率，那么三年后初始5 000美元的投资额将会变为6 655美元。但是，只要这5只股票中有一只股票是成长性股票，三年间的投资收益率高达200%，那么三年后你的资产组合的总价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

值将会变为8 324美元，明显要比6 655美元高出很多。只要有一只成长性股票，年均复合收益率就可以达到18.5%。

“价值+成长性”的概念可以用伯克希尔-哈撒韦公司的一些投资案例进一步加以说明。1987—1991年，伯克希尔-哈撒韦公司共投资了5只可转换优先股，总投资额约为20亿美元，分别是冠军国际公司（Champion International）、第一帝国公司（First Empire State）、吉列公司（Gillette）、所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）以及美国航空公司。这5笔投资都可以被看作价值投资，因为亏损的风险都很小。一般来说，大型公司发行的优先股是比较安全的投资选择，因为这种优先股的股息支付或本金偿还的违约可能性较小。在这5笔投资案例中，事实证明，最终只有吉列公司是一只优秀的成长性股票。1990年，伯克希尔-哈撒韦公司向吉列公司投资了6亿美元；2005年，吉列公司被宝洁公司收购时，伯克希尔-哈撒韦公司用手上持有的吉列股票换回了市场价值高达50亿美元的宝洁公司股票。在这15年间，伯克希尔-哈撒韦公司获得了年均约16%的投资收益率，相当于同一时期标准普尔500指数投资收益率的两倍左右。另外4笔投资基本上都给伯克希尔-哈撒韦公司创造了正常的投资收益。2008年，伯克希尔-哈撒韦公司投资了三只优先股及可转换证券，发行人分别是高盛公司（50亿美元）、通用电气公司（30亿美元）和箭牌公司（Wrigley，65亿美元）。即使这三只股票中将来仅有一只是成长性股票，伯克希尔-哈撒韦公司也能获得较高的投资收益率。然而，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一只都没有，那么伯克希尔-哈撒韦公司就只能获得还算不错的投资收益率。

各位一定要注意，较低的亏损风险是非常重要的。前面我们曾列举过选择5只股票的例子，如果你从快速发展的高科技行业里选出5只股票，那么其中的一只或两只股票可能会让你损失殆尽。假设如前面所述，你在其中一只股票上赚得了200%的收益率，在其中两只股票上获得了市场平均收益率，在余下的两只股票上投入的资金全部损失掉了，那么你最终获得的投资本利和将是5 662美元。与5 000美元的初始投资额相比，年均投资收益率仅为4.2%。显然，这一收益率严重低于市场的平均收益率。

在巴菲特广为人知的投资手法中，至少有两大特征与我前面归纳的两个步骤有着直接的关系。首先，巴菲特只投资于自己熟悉的行业。在两步骤模型中，你需要计算股票的内在价值，这需要你对企业未来几年的盈利状况做出准确可靠的估计。只有当你非常了解这家企业或者很熟悉它所在的行业时，你才能做到准确预测。其次，巴菲特很少投资于高科技行业或快速发展行业。一个原因可能是他对这些行业并不了解。然而，即使巴菲特对一些高速发展的企业比较了解，他也不太可能会投资这样的企业，因为在这样的行业里，投资者很难找到一只安全边际较高的股票。一般来说，投资者对这类股票期望值很高，因此开出的价格也很高。所以，这类股票往往是被高估的。也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是说，它们几乎没有安全边际。按照巴菲特的理念投资，换言之，如果你要寻找巴菲特会买入的股票，那么最好到传统行业里寻找。

成长的来源

正如前面所述，巴菲特从未投资过高科技或快速成长行业。那么，他是如何做到在这么长的时间内，一直保持如此高的投资收益率呢（超过20%）？关键在于他一直强调管理质量的重要性。不管是并购其他企业还是投资于普通股，巴菲特秉持的管理理念是相同的。他的管理模式有几大特点，这些特点对于保持如此高的投资收益率功不可没。

伯克希尔-哈撒韦公司并购了某家企业后，经理们不用担心财务分析师们做盈利预测，也不用担心股价会下跌。伯克希尔-哈撒韦及其子公司从来不做盈利预测，也不会和财务分析师们召开电话会议。经理们不用费尽心机地思考如何实现或超越下个季度或下一年的盈利指标。这大大节省了他们的时间，他们可以把更多的精力放在管理企业的长期经营绩效上面。薪酬计划的设计也体现出了企业要实现的目标，即学者们经常谈到的“股东价值最大化”。一旦某家企业被伯克希尔-哈撒韦公司收购，成本的减少可以立即创造出新价值。伯克希尔-哈撒韦公司不会对被并购的企业提出过高的要求。这样做有两个好处。首先，这样做使得出现负面结果的风险可以保持在较低的水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这与巴菲特自己的观念是一致的。其次，员工们会更高兴，因为他们的职位能够更加稳妥。同理，其他的生产成本，例如原材料成本和租金，也会有所下降。由于企业能够及时付款，所以供应商们更有安全感。从中我们可以总结出一条最重要的结论，那就是巴菲特极大地提高了被并购企业的管理质量。尽管巴菲特一直强调，被收购的企业必须具备较高的管理水平。

巴菲特有一条并购标准听上去非常简单，然而实际上却内涵丰富。巴菲特要求被并购企业的管理层全部留任。这条要求听上去很特别，因为绝大多数企业会用自己的新管理团队代替被并购企业原有的管理层。为什么巴菲特要反其道而行，不遵守这一常理呢？首先，如果被收购企业在现有管理团队的领导下取得了不错的经营业绩，那么这些管理者就不应当被撤换。不过，对于很多并购企业来说，原有的管理者不管做得好与不好，总是要被替换掉的。也许暗地里有傲慢的情绪在作祟。我的猜测是大多数并购企业家更喜欢管理大型企业，因为这会有助于他们提高自己的薪酬待遇、自信程度以及在业内的影响力。

其次，巴菲特的做法还会带来额外的好处。如果被收购企业是一家私营企业（大多数情况下确实如此），那么CEO很有可能也是企业的所有者。被伯克希尔-哈撒韦公司收购后，原来的企业所有者还会继续担任子公司的CEO，不过现在他的身份是巴菲特旗下的一名经理人。尽管企业并购后他只是一名单纯的管理者，而不再是企业的所有者，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他很有可能仍然像一位企业所有者那样行动。毕竟在伯克希尔-哈撒韦公司收购该企业之前，他一直是这家企业的所有者。用经济学术语来说，这样做可以缓解委托人和代理人之间的利益冲突问题。如果经理人能像企业的所有者那样采取行动，那么委托人和代理人之间便不再存在利益冲突。在绝大多数情况下，卖掉企业的原所有者多为富人，与自己的薪酬待遇相比，他们更关注的是企业未来的成功与发展。此外，由于原所有者在企业被并购后仍能继续掌握企业的管理权，所以他们可能愿意接受较低的并购价格。

最后，如果某些企业的管理者为了能以一个好价钱把企业卖掉从而获得利润，那么他们肯定不敢把企业卖给巴菲特。这是因为巴菲特会让他们继续留在企业做管理工作。绝大多数被刻意隐瞒的问题（例如，盈利管理或者资产负债表外的债务等）将在几年的时间里彻底显露。没有人会在明知道这里有“定时炸弹”的情况下还愿意继续留下来。于是，这降低了巴菲特遇到不诚实的经理人的概率，解决了“货物售出，概不负责”的问题。

巴菲特还向企业的卖家承诺，即使企业未来的盈利减少，他也绝不会把企业卖掉。我了解的是，从来没有哪一家被并购的大型企业后来又被巴菲特卖掉了。为什么这一点很重要呢？因为这样做在卖家心中种下了信任和安全的种子，他们不用担心企业的前途，尤其是当卖家希望确保自己的企业将来仍然继续兴旺发达的时候，这种承诺会显得格外重要。正如巴菲特所说：“我们绝对拥有这一优势，尤其是当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们遇到的卖家真正关心企业未来的发展和命运时，这一优势会更加明显。”总之，巴菲特的并购原则可以在长期内创造较高的收益。从本质上来看，良好的管理质量是企业实现成长的关键。

伯克希尔-哈撒韦公司的投资案例

在过去的44年间，伯克希尔-哈撒韦公司收购了多家企业，还作为小股东投资了多家公司发行的普通股。巴菲特曾经说过，适用于这两类投资的原则是完全相同的。综观巴菲特主导的各个投资案例，虽然这些原则贯穿始终，但没有哪两笔投资是完全相同的。为了帮助大家加深对巴菲特投资理念与投资决策的认识，接下来我会详细分析伯克希尔-哈撒韦公司的几项投资案例。

铁路：伯灵顿北方圣达菲公司

2006—2008年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了伯灵顿北方圣达菲公司20.1%的股份，共计7 010万股。伯灵顿北方圣达菲公司经营着美国北部规模最大的铁路网络之一，该网络贯穿美国28个州和加拿大两个省，长度共计51 000公里。

伯克希尔-哈撒韦公司按照每股78美元的价格收购该股票，共出资55亿美元，这使得伯灵顿北方圣达菲公司成为伯克希尔-哈撒韦公司旗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下排在可口可乐和富国银行之后的第三大普通股投资对象。伯灵顿北方圣达菲公司仅次于联合太平洋铁路公司（Union Pacific），是美国规模最大的两家铁路公司之一，每家公司的年收益约为180亿美元。1995年，伯灵顿北方公司与圣达菲公司合并成立了伯灵顿北方圣达菲公司。财务报表可以帮助我们了解，伯灵顿北方圣达菲公司的市场价值以及巴菲特为什么会做这笔大额的投资。表6-2提供了1996—2008年的财务数据（为了简洁，表中只提供了选定年份的财务数据）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表6-2 伯灵顿北方圣达菲公司财务数据一览表

单位：十亿美元

	2008	2007	2006	2005	2004	2000	1997	1996	平均
收入	18.02	15.80	14.99	12.99	10.95	9.21	8.49	8.19	11.11
经营收入	3.91	3.49	3.52	2.92	1.71	2.11	1.77	1.75	2.36
净收入	2.12	1.83	1.89	1.53	0.81	0.98	0.89	0.89	1.19
总资产	36.40	33.58	31.80	30.43	29.02	24.38	21.27	19.69	26.95
长期负债	9.56	8.15	7.39	7.15	6.52	6.85	5.29	4.71	6.69
股东权益	11.13	11.14	10.53	9.64	9.44	7.48	6.82	5.99	8.65
股份数（百万）	348	359	370	382	377	415	464	456	404
每股盈利	6.08	5.10	5.11	4.02	2.14	2.38	1.88	1.91	3.04
每股股息	1.44	1.14	0.90	0.74	0.64	0.48	0.40	0.40	0.66
资本支出	2.18	2.25	2.01	1.75	1.53	1.40	2.18	2.23	1.85
折旧费	1.40	1.29	1.18	1.11	1.01	0.90	0.77	0.76	0.99
经营收入/总资产	10.7%	10.4%	11.1%	9.6%	5.9%	8.7%	8.3%	8.9%	8.6%
权益报酬率（净收入/股东权益）	19.0%	16.4%	17.9%	15.9%	8.5%	13.1%	13.0%	14.8%	13.5%
长期负债/总资产	26%	24%	23%	24%	22%	28%	25%	24%	25%
年末股票价格（美元）	75.71	83.23	73.81	70.82	47.31	28.31	30.98	28.79	
市盈率（当年）（倍）	12.5	16.3	14.4	17.6	22.1	11.9	16.5	15.1	14.9
股息市盈率（股息/股票价格）	1.9%	1.4%	1.2%	1.0%	1.4%	1.7%	1.3%	1.4%	1.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，如果按照价值投资原则来评价，伯灵顿北方圣达菲公司的投资风险是比较低的。长期负债仅占总资产的25%，对于一家持有大量不动产、工厂与设备等固定资产的企业来说，这样的长期负债率是非常合理的。由于该公司提供的铁路运输服务难以被其他公司替代，所以可以获得稳定的现金流收入。在分析了伯灵顿北方圣达菲公司与其他铁路公司的财务报表以后，我发现伯灵顿北方圣达菲公司在好几个地区占据着相当大的市场份额。而且，该公司的权益报酬率一直很稳定，保持在13.5%左右。总的来说，这家企业的经营状况是不错的。还有，铁路行业是投资者容易了解的行业，这也是巴菲特强调的投资原则之一。与该公司的盈利能力相比，巴菲特的出价并不算高。按照2005年和2006年达到的每股平均盈利计算，并购价格的市盈率为15.3倍。这只比伯灵顿北方圣达菲公司13年来14.9倍的平均市盈率高出一点点，更何况标准普尔500指数的长期市盈率也有16倍之多。尽管在纯粹的价值投资者眼中，这样的收购价格算不上便宜，但对伯灵顿北方圣达菲公司的估值满足巴菲特的投资原则，他愿意为这家经营状况与发展前景良好的企业支付一个合理的收购价格。用巴菲特的话来说：“用合理的价格买下一家非常棒的企业，要比用便宜的价格买下一家还可以的企业好得多。”

其次，该公司未来的发展潜力高出平均值。一段较长期限的连续财务数据可以让我们带着几分自信估计企业未来的增长率。在过去5年间，公司每年的盈利增长率为23%；但在过去的12年间，公司每年的盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利增长率仅为10%。在我看来，近几年随着宏观经济形势转暖，也许是受到高油价的影响，市场对煤炭和农产品的铁路运输需求的增长速度快于往年，这直接导致了伯灵顿北方圣达菲公司盈利增长率的提高。随着盈利增长率的大幅提高，股东的权益报酬率也史无前例地被推向了19.0%的高位。这种成长势头能够持续下去吗？增长率会有多高呢？这也许是信奉巴菲特投资理念的投资者们所面临的、最难回答的问题。

伯灵顿北方圣达菲公司盈利的增长来源于收入、并购以及效率的提高。此外，公司还通过回购股份提高了每股盈利水平。由于企业拥有的自由现金流规模较大，因此股份回购行为预计将持续下去。股份回购行为缓慢地将公司的已发行股份由1996年的4.56亿股，减少至2008年的3.48 亿股（12年间减少的幅度为24%）。因此，单单基于股份回购计算，企业至少能够获得2%的增长率。至于其未来的发展前景，根据过去12年间10%的年增长率，我减去1个百分点，保守估计，该公司至少可以保持9%的年增长率。

按照增长率为9%推算，伯灵顿北方圣达菲公司10年后的预期盈利为每股14.39美元。将市盈率设定为15倍，则2018年年底，该公司的股价预计为每股216美元。用7%的贴现率可以算出其现值为每股110美元。此外，投资者还可以获得股息收入，我假设股息也按照每年9%的增长率在目前每股1.44美元的基础上逐年增加，则10年内股息收入的现值和约为14美元。因此，伯灵顿北方圣达菲公司的内在价值为每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

124美元（110+14）。 2009年年初，伯灵顿北方圣达菲公司的股价为每股68美元，从这个价位来看，它是一只值得投资的股票。

2009年11月3日，伯克希尔-哈撒韦公司宣布，计划以每股100美元的价格将伯灵顿北方圣达菲公司剩余77.4%的股份全部收购。基于伯克希尔-哈撒韦公司拟收购的股份数量计算，完成整个收购案需要的资金额高达264亿美元。这将是伯克希尔-哈撒韦公司历史上规模最大的一笔收购案。不过，总的来说，这笔交易风险小，价格不算高，未来的成长潜力较好。这就是巴菲特投资策略的精华所在。

培训业：飞安国际公司

1996年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了飞安国际公司。这是一家向美国、加拿大和欧洲地区提供飞行员、空乘人员和机械师培训服务的大型企业。按照低风险的价值投资原则，最值得关注的一点是，时任公司CEO、拥有公司31.8%股权的艾伯特·尤斯基，用自己持有的飞安国际公司的股票换取了伯克希尔-哈撒韦公司的股票。他并没有把企业卖掉，因为他对企业被收购后的未来没有多大信心。此后，尤斯基仍担任飞安国际公司的CEO直到2003年卸任，不过直到今天，他仍然是飞安国际公司的董事会主席。布鲁斯·惠特曼（Bruce Whitman）是早在1961年便进入飞安国际公司工作的老员工， 2003年他成为了新任CEO。飞安国际公司由尤斯基于1951年创办，该公司的股票于1968年公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开上市交易。巴菲特对尤斯基的评价很高，“尤斯基可能已经79岁了，但他的容貌和举止看起来只有55岁。未来他仍然能够像过去那样管理好企业。我们肯定会获得成功。”

在被伯克希尔-哈撒韦公司收购前的5年里，飞安国际公司的收入水平由2.67亿美元增长为3.26亿美元，年均增长率为5.1%，与传统行业的平均增长率基本持平。飞安国际公司的净收入增长率略高一些，为年均6.5%，但没人会把它归入到成长性股票的行列。伯克希尔-哈撒韦公司的收购价15亿美元，相当于飞安国际公司1995年账面价值的2.5倍和盈利的18倍。所以，虽然巴菲特支付的价格不算太高，但这笔交易也不便宜。正如前面所说的，好企业很难以低廉的价格买到手，所以从这个角度来说，巴菲特并不是一名纯粹的价值投资者。

飞安国际公司后来的成长情况如何呢？自飞安国际公司被收购以后，业务发展速度非常快。在伯克希尔-哈撒韦公司1998年的年报中，巴菲特这样写道：“由于所有培训业务的持续成长，飞安国际公司1997年的营业利润有了大幅度的提升。” 1997—1999年，飞安国际公司的资本支出约等于年末可确认资产的20%。这至少相当于飞安国际公司被并购前资本支出率的两倍。成功的管理使得飞安国际公司在巴菲特的领导下实现了较快的成长。虽然我们无法获得飞安国际公司1996年以来的详细数据，但这家公司一直是行业内规模最大的公司之一。

航空业：耐特捷公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

耐特捷公司的前身是经理人喷气机航空公司（Executive Jet Aviation）。1998年，伯克希尔-哈撒韦公司出资7.25亿美元收购了这家公司。耐特捷公司将喷气式飞机出售给多位共同所有者，并为所有者们管理整个机队。耐特捷公司负责管理的飞机绝大多数都不归公司所有，而是归客户所有。在这起并购案完成前，沃伦· 巴菲特成为耐特捷公司的客户已有三年，他对公司提供的服务表示满意。在CEO兼大股东理查德·圣图利（Richard Santulli）的领导下——圣图利早在1986年就提出了分拆喷气式飞机所有权的概念，他是该行业的先驱者，耐特捷公司作为私营企业发展速度非常快。并购结束后，就像伯克希尔-哈撒韦公司完成的其他绝大多数并购案一样，理查德继续留在公司工作。前面我曾说过，优秀的经理人是企业成长的主要源泉。不过，一位任职期限长并且成功的CEO愿意在并购后继续留在企业里工作，这说明并购的负面风险是比较小的。2009年，当理查德·圣图利退休时，中美能源公司（MidAmerican Energy，伯克希尔-哈撒韦公司旗下的一家子公司）的CEO大卫·索科尔（David Sokol）成为了耐特捷公司的新任CEO。

成熟行业高增长率的常见来源是什么呢？某些情况下（回顾一下沃尔玛和盖可保险公司的案例），成长来源于从其他公司那里抢夺市场份额。在本案例中，耐特捷公司主要依靠的是把以前乘坐传统航班的商务旅行客户或头等舱旅客以及公司商务机的所有者吸引过来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自伯克希尔-哈撒韦公司收购耐特捷公司，其收入的成长速度便一直保持在高于传统行业（包括航空业）所谓5%～7%的正常增长率的水平之上。正如巴菲特在2000年3月的报告上所写：“目前，我们的客户拥有的飞机总价值超过20亿美元，此外，我们已经订购了价值为42亿美元的新飞机，但尚未交货。事实上，目前公司业务发展的瓶颈正是能否买得到飞机。” 2007年，巴菲特对耐特捷公司为何能够取得如此快速的发展做出了解释：“耐特捷的品牌效应以及公司提出的安全、服务和担保的口号，近些年来的市场影响力越来越强。理查德·圣图利的雄心壮志是取得这一成绩的重要因素。如果要寻找一位与自己志同道合的伙伴共同创业，那么没有谁是比理查德更适合的人选了。不管遇到多大的困难，他都不会停下自己的脚步。”同样，事实证明，管理质量也是通往企业成长的主要路径之一。

不过，即使企业的掌舵人是一位经验丰富的管理者，我们也不能断定成长肯定是可以实现的目标。比如，耐特捷公司自1996年开拓欧洲地区业务起，最初的10年间公司的累计亏损高达2.12亿美元。不过，巴菲特在2007年的公司年报中说，耐特捷公司的欧洲市场目前表现得还不错。巴菲特十分信任理查德·圣图利，后者为公司的欧洲分部指派了一名新的负责人。一连串的事件随后表明，一名经验丰富的管理者在困难时期可以帮助企业降低风险水平。

伯克希尔-哈撒韦公司将耐特捷公司和飞安国际公司的财务数据合并在一起申报，将其统称为“飞行服务”，而我们目前只能搜集到某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几年的数据。对于这两家公司，巴菲特曾经自豪地宣称：“这两家企业有一个共同特点，那就是它们现在的管理者依然是当初企业的创办者……他们都是杰出的管理者，虽然从个人财富的角度来说，他们根本没有再出来工作的必要，但他们仍然愿意通过自己的努力帮助企业发展壮大，做到最好。”

1999年是这两家公司被伯克希尔-哈撒韦公司收购后第一个完整经营的财政年度，两家公司的总收入为18.6亿美元，可确认资产为17.9亿美元。 2005年是可以查到具体的财务数据且距离现在最近的一年，两家公司的总收入为36.6亿美元，可确认资产为31.7亿美元。在这6年间，公司收入的年均增长率为12%，资产的年均增长率为10%。由于公司业务规模持续不断地扩张，因此盈利水平的波动比较大。 2005年的营业利润仅相当于年末可确认资产的3.8%。市场对2006年伯克希尔-哈撒韦公司年报的讨论说明，这两家公司的盈利能力有了大幅度的提高。伯克希尔-哈撒韦公司没有提供具体的数据，但我估计营业利润相当于可确认资产的11%左右。 1999—2007年（2007年是可以获取盈利数据的最近一年），“飞行服务”事业部的税前利润由原来的2.25亿美元增长至5.47亿美元，年化增长率约为12%。

耐特捷公司的发展经历还说明，一家成长性企业的盈利状况与宏观经济状况是紧密相关的。 2008—2009年的全球经济衰退对耐特捷公司造成了沉重的打击。 2009年的前9个月，耐特捷公司的税前亏损额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为5.31亿美元。虽然我们无法断言耐特捷公司的结局，但巴菲特对“耐心”和高品质企业管理的要求是值得后人借鉴的。

高科技行业：比亚迪公司

2008年9月29日，伯克希尔-哈撒韦公司宣布计划向比亚迪公司（中文名称首字母的缩写为BYD）投资2.3亿美元以获得该公司10%的股权。比亚迪是一家快速发展的中国公司，已在香港上市。现在，首字母缩写BYD已被解释为“成就你的梦想”（Build Your Dreams）。2008年，比亚迪公司的年收入为39亿美元，总资产为48亿美元，是全球充电电池与手机配件规模最大的生产商之一。同时，该公司还是一家成功的汽车生产商。自2002年以来，比亚迪公司的年收入增长了近8倍，由初始的5亿美元发展为现在的39亿美元，而且绝大多数的增长源于公司的内部资金。比亚迪总裁王传福的经历简直就是经典的“男儿当自强”（白手起家）的传奇故事。

基于公司2008年年报公布的每股盈利数据，当伯克希尔-哈撒韦公司投资时，比亚迪公司的市盈率大约是14倍，与伯克希尔-哈撒韦公司投资的其他企业的市盈率比较接近。而且，正如表6-3所示，比亚迪公司的每股盈利数据一直比较稳定，似乎没有与收入的成长速度保持一致。债务与总资产比率为28%，看上去比较保守。总的来说，这笔投资的亏损风险并不大。 2008年10月，就在伯克希尔-哈撒韦公司向比亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

迪公司投资后不久，比亚迪公司的股票价格翻了一倍，随后进入了稳定的上升通道。在接下来的几个月里，股价又翻了一倍。如果巴菲特只是一名单纯的价值投资者，那么此时价格已经翻了四倍，他本应当卖掉股票。但是，2009年5月2日，在伯克希尔-哈撒韦公司的年度股东大会上，查理· 芒格明确表示，伯克希尔-哈撒韦对比亚迪公司的投资是一项长期投资。

表6-3 比亚迪公司特定年份的财务数据

单位：十亿人民币

	2008	2007	2006	2005
收入	26.79	21.21	12.94	6.50
总资产	32.89	29.29	16.39	11.21
债务（附息债务）	9.16	8.12	5.73	4.03
股东权益	11.28	10.71	5.29	4.18
净收入	1.02	1.61	1.12	0.50
每股盈利（美元）	0.50	0.79	0.55	0.25
债务/总资产	0.28	0.28	0.35	0.36
权益报酬率（%）	9.00	15.00	21.20	12.00

你可能会问，为什么伯克希尔-哈撒韦公司会长期投资比亚迪这样一家快速发展的高科技企业呢？问题的答案是：在三项主营业务中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

两项（充电电池和手机配件）上面，比亚迪公司可以称得上是全球行业的领导者，伯克希尔-哈撒韦公司支付的价格并不高，而且其下属子公司中美能源公司愿意帮助比亚迪研发出成本低廉的充电电池。目前，中美能源公司的CEO大卫·索科尔是比亚迪公司董事会的非执行董事。作为美国国内规模最大的风力发电公司之一，中美能源公司可以成为充电电池的主要使用者，使用充电电池储存风力发电产生的电能。如果价格更低一些，那么全球市场对充电电池的需求将会十分可观。

2008年12月，比亚迪公司将充电电池和汽车的生产技术相结合，推出了混合型的电动汽车。如果研发成功，那么比亚迪公司将会成为电动汽车生产领域的全球领导者。这一突破让人们对比亚迪公司的未来有了更多的惊喜与期待。 2009年5月，伯克希尔-哈撒韦公司召开股东年会时，一大群人聚在一起观看比亚迪公司提供的电动汽车模型，预计在不久的将来，这种电动汽车将会被引入美国市场。

从投资的角度来看，即使电动汽车开发项目没有获得成功，比亚迪公司也已经为股东创造了满意的利润。目前，比亚迪公司的利润水平肯定让巴菲特大感欣慰，虽然他对这个行业及其技术不太了解，不过目前看来，这个投资决策还不错。说到底，巴菲特也不需要对技术了解得那么透彻，因为在这项投资案上，大卫·索科尔无疑充当了巴菲特的“眼睛”和“耳朵”。中美能源公司帮助比亚迪公司在美国市场上引入电动汽车的举措对其自身也是有好处的，这会增加市场对电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能的需求，以取代对进口石油的需求。最后，正如巴菲特一直强调的那样，投资若想获得成功，高质量的管理是必不可少的。查理·芒格和巴菲特在多个场合都高度赞扬了比亚迪公司CEO所取得的辉煌成就。所以，目前对伯克希尔-哈撒韦公司来说，虽然比亚迪公司身处高科技行业，但这笔投资的目标并不是投机。

总而言之，巴菲特的投资策略并非只包含价值投资的理念。作为一名价值投资者，他会将负面风险控制在较低水平，不过与此同时，他也愿意为企业未来的成长支付较为合理的价格。伯灵顿北方圣达菲公司是巴菲特的一项经典投资案例。而比亚迪公司投资案——虽然该企业身处高科技行业，却是一个充分体现巴菲特式投资理念的好例子，他把价值投资和成长性投资的理念有效地融合在一起，并通过雇用高素质的企业管理人才来确保企业的成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

价值投资的主要原则是将投资风险控制在较低的水平。如果某只股票满足这一要求，那么接下来你应该考察该公司未来的盈利成长性，以实践所谓的“价值+成长性”投资策略。“价值+成长性”是我为巴菲特式的投资模式所起的名字，或者简称为“巴菲特式投资”。价值投资关注的重点是企业的过去，成长性投资关注的重点是企业的未来，而巴菲特式投资同时关注企业的过去与未来。你还应当格外留意企业的管理质量，因为对巴菲特式投资来说，高质量的管理是企业成长的源泉。为了实践这种投资策略，你需要计算股票的内在价值，并与股票的实际市场价格相比较。**一条经验法则是，如果股价相当于其内在价值的一半左右，那么这只股票是值得投资的**。

巴菲特不仅仅做过价值投资和成长性投资，他还做过套利性投资，买卖白银期货、原油期货和外汇远期交易，出售金融衍生产品，同时还管理着多家全资子公司。他经常从其他角度，例如，心理学、体育运动、乡村音乐以及人生道路等，撰写一些与投资相关的小故事。鉴于其拥有的广博知识以及对投资领域的深刻认知，我更愿意称呼巴菲特为拥有高超技艺的投资大师，其他一些常见的绰号反而会贬低他在业界的地位。本书在接下来的部分将会讲述，巴菲特是如何在众多看上去毫无关联的领域里搜集投资信息的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三部分　　利用别人的钱

绝大多数公司是先出售商品或服务，一段时间以后再收回货款。然而，对于伯克希尔-哈撒韦公司下属的保险公司，巴菲特采用了与之相反的商业模式。保险公司在提供保险服务前要先向投保人收取保费。然后，巴菲特会利用这笔保费资金（事实上，这些都是别人的钱）进行投资。在第七章和第八章，我会重点向大家介绍伯克希尔-哈撒韦公司的经营情况，因为它是巴菲特获得成功的一个关键要素。在第九章，我们要讨论的是延期纳税的问题，这是另一个利用别人的钱的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章　　保险：别人的钱

我们的主营业务（尽管其他一些业务也很重要）就是保险业务。所以，大家若想了解伯克希尔-哈撒韦公司，就必须先搞清楚如何对一家保险公司进行评估。关键的决定因素是：（1）业务创造的流动资金规模；（2）业务成本；（3）也是最重要的一点，就是上述两大因素未来的长期发展前景。

——沃伦· 巴菲特

伯克希尔-哈撒韦公司的主营业务是保险业，因此当沃伦·巴菲特谈到隶属于伯克希尔-哈撒韦公司的盖可保险公司时，兴奋之情难以掩饰。所以，仔细研究多年以来巴菲特是如何经营和管理盖可保险公司并获得巨大成功的，无疑是我们探究巴菲特的商业理念和投资原则的最佳切入点。巴菲特在哥伦比亚大学求学期间的导师本杰明·格雷厄姆是盖可保险公司的主席。认真研究巴菲特自己记录下的文字，我们可以了解到巴菲特当初为什么会购买盖可保险公司的股票，以及盖可保险公司后来会获得巨大成功的原因。巴菲特亲笔记录了这个事件的历程，我们可以从中更多地了解盖可保险公司：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1951年1月的某个星期六，我坐火车来到华盛顿，前往盖可保险公司位于市中心的总部。让我感到失望的是，公司总部大门紧闭，但我不甘心，大力的敲门声终于引来了一位看门人。看着这位摸不着头脑的看门人，我问他办公室里是否有其他人在，我有些事情想要和他们说一下。看门人告诉我，他看到6楼的办公室里有一个人在工作……于是，我结识了洛里默·戴维森（Lorimer Davidson），盖可保险公司当时的总裁助理，后来他成为了公司的CEO。

接下来，巴菲特表露出了他对盖可保险公司极大的投资兴趣与热情。“几个月后，当我完成了哥伦比亚大学的学业，返回奥马哈出售手上持有的股票时，我的大脑里想的全是盖可保险公司，”当巴菲特管理伯克希尔-哈撒韦公司时，他曾说过，“伯克希尔-哈撒韦公司在1976年上半年购买了一家公司的大笔股权，后来又向该公司追加了一笔金额略小些的股权投资……等到1995年，为了买下该公司的另一半股权，我们同意支付23亿美元。”于是，在巴菲特第一次拜访其位于华盛顿的公司总部44年之后，盖可保险公司终于成为了伯克希尔-哈撒韦公司的全资子公司。

保险公司：利用别人的钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盖可保险公司使用这样的广告词招揽客户：“15分钟的电话能帮助您节省15%甚至更多的费用。”这与沃尔玛的宣传口号比较相似——在每一家沃尔玛的店里，人们都能看到“我们的价格更低”这句标语。盖可保险公司有潜力成为保险行业内的沃尔玛。在随后漫长的岁月里，盖可保险公司成为巴菲特发展保险事业的强力引擎，为伯克希尔-哈撒韦公司创造源源不断的资金收入以用于投资其他行业或领域。与绝大多数其他行业不同的是，保险公司主要通过两种特殊的渠道来获得盈利：（1）承销利润或营业利润；（2）浮存金。

盖可保险公司的收入与营业利润

投保人购买汽车保险时要支付保费。保单生效后，如果投保人提出赔付申请，保险公司会向其支付赔偿金。承销利润或称为营业利润，就是给定期限内保险公司赚取的保费收入与支付给客户的赔偿金之间的差额。

表7-1给出了自1996年以来，盖可保险公司的收入与营业利润的数值。对于这张表格，我注意到了两点。首先，盖可保险公司的收入与营业利润的增长速度非常快，但更令人印象深刻的是，用百分比形式表示的利润数据（即营业利润占收入的百分比）也在不断增加。在绝大多数情况下，尤其是在一个较为成熟的行业内（例如保险业），随着公司规模的扩大，在逐渐抢占其他公司市场份额的同时，每一美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收入的利润额将会逐渐减少。如果一家公司能够做到在收入不断增长的同时，每一美元收入产生的利润也在增加，那么说明该公司的管理非常到位。

表7-1 盖可保险公司的收入与营业利润

单位：百万美元

年份	收入	浮存金	税前营业利润	营业利润占收入的比重（%）
1996	3 122		171	5.5
1997	3 482	2 917	281	8.1
1998	4 033	3 125	269	6.7
1999	4 757	3 444	24	0.5
2000	5 610	3 943	−224	−4.0
2001	6 060	4 251	221	3.6
2002	6 670	4 678	416	6.2
2003	7 784	5 287	452	5.8
2004	8 915	5 960	970	10.9
2005	10 101	6 692	1 221	12.1
2006	11 055	7 171	1 314	11.9
2007	11 806	7 768	1 113	9.4
2008	12 479	8454	916	7.3
总计	95 874		7 144	7.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其次，在不同年份之间，营业利润的差别可以非常大。1999—2000年，保险行业的激烈竞争使得保费率不断降低，这是导致盖可保险公司1999年仅仅实现了盈亏平衡，而到了2000年出现亏损的主要原因。由于营业利润的波动幅度较大，因此企业的管理层就更应当把目光放得长远一些。然而，这么简单的一点，很多企业却做不到。投资者在分析潜在的投资对象时——尤其是在分析一家保险公司时，应当考察其近几年来的盈利状况。在1996—2008年期间，盖可保险公司的平均营业利润率约为6.4%，但在最近5年内，该公司的平均营业利润率要更高一些，为10.1%。

保险业并不是一个快速增长的行业，但盖可保险公司的发展速度却相当快。前进保险公司（Progressive Insurance）是盖可保险公司的竞争对手，两家公司的规模相仿，前进保险公司2008年的收入额为130亿美元。在过去4年间，前进保险公司的营业利润率为10.1%，与盖可保险公司相同。2004—2008年，前进保险公司的收入额基本保持不变，然而盖可保险公司的收入额却增长了40%。巴菲特对盖可保险公司的快速增长势头有着自己独到的见解：“在盖可保险公司，托尼·奈斯利[1]做到了在保持保费比率基本不变的前提下，强势吞并竞争对手的市场份额。1993年，托尼成为盖可保险公司的CEO，当时我们在汽车保险市场上的占有率仅为2%，企业长久以来一直被困在这一市场占有率而无法前行。然而现如今，我们的市场占有率已经达到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7.7%。”换言之，巴菲特认为，卓越的领导与管理是成熟行业内企业保持长期盈利性增长的主要原因。

浮存金：别人的钱

与绝大多数其他行业不同的是，保险公司要求客户预先付费，即支付保费。只有当保险生效后、客户提出理赔申请时，现金流才会从保险公司流出。保险公司获得保费收入后可以将其投资于债券或股票，以此获得投资收益。按照保险行业的行话，这样的保费收入就叫作浮存金。

在过去10年间，自1998—2008年，盖可保险公司的经营收入由原来的40亿美元增至125亿美元，增幅为212%；与此同时，浮存金的规模也由原来的31亿美元增至85亿美元，增幅为174%。与其他的负债形式相比，浮存金具有两个突出的优势。首先，虽然从本质上来看，浮存金是一笔负债，但保险公司并不需要为这笔负债支付利息。当保险公司因为某些原因陷入财务困境时，浮存金的债权人不会起到雪上加霜的负面作用。然而，对于其他一些企业来说，比如制造业，当企业处于财务困难时期时，债权人可能会要求提前偿还债务或者不再提供新贷款，这会给危机企业带来更大的麻烦。其次，保险公司的规模扩大几乎不需要付出额外的资本成本。如果一家保险公司管理得当，那么随着公司业务规模的增长，浮存金的规模也会随之增长。与之相比，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于制造业企业来说，生产规模的扩大通常需要更多的资本金，必须要发行新股票或新债券，这必然会导致资本成本的增加。因此，制造业企业从规模增长中获得的收益就不如保险企业那么高。

为什么盖可保险公司多年以来一直表现得如此出色呢？主要原因是公司看重长远发展，而这一点必须要归功于企业高质量的管理人才。例如，拿收益的波动性来说，绝大多数企业认为收益的反复波动很令人烦恼，然而，高质量的管理团队实际上可以帮助企业利用收益的波动性获得一些额外的好处。当企业面临盈利减少的情况时，比如说在2008年经济陷入严重衰退的那段时间里，绝大多数公开上市的企业为了降低成本而取消了一部分市场营销安排。不过，盖可保险公司却不这样看，它认为，应当在经济低迷时期抓住机会多做市场推广与宣传活动，以便从其他企业那里抢占更多的市场份额。短期来看，这种策略可能会使得公司的盈利进一步减少，但实际上这是一个很不错的长期战略，盖可保险公司可以坚定地执行下去，而其他一些担心短期利润减少的企业则因为目光短浅而无法采取这种策略。巴菲特“着眼于长远、忽略短期波动”的经营理念让盖可保险公司大获裨益。

在伯克希尔-哈撒韦公司1998年的年报中，巴菲特做出了这样的解释：“那些只关注季度或年度盈利指标的公司不愿意做类似的营销投资，即使这种投资对提升企业的长期价值大有好处。我们的想法与它们不同，我们只计算一个简单的测量指标，那就是每花费1美元所创造的价值是否大于1美元。如果测算的结果显示新创造的价值大于1美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，那么我们花出去的钱越多，我越高兴。” 1995年，盖可保险公司共支出了3 300万美元的营销费用。 1999年，该公司的市场营销费用进一步增至1.9亿美元。到了2009年，这一数字攀升至接近8亿美元。在盖可保险公司这个案例中，巴菲特看中的是夺取市场份额带来的长期收益，而对由于市场营销费用增加所导致的短期损失毫不在意。

正如前面所述，盖可保险公司的管理者还可以继续保持或进一步提高盈利能力。有可能出现的营业损失被视为获得浮存金的代价或成本。在一般情况下，盖可保险公司在大多数年份都是盈利的，并没有亏损。因此，这些浮存金就相当于是没有成本的。换言之，盖可保险公司是在免费使用浮存金，即免费使用别人的钱。对于保险公司来说，浮存金的数额与成本都很重要。接下来，在讨论盖可保险公司的估值问题时，我们会用到这两个指标。

盖可保险公司的估值与伯克希尔-哈撒韦公司的投资回报

自1996年起，盖可保险公司就成为了伯克希尔-哈撒韦公司旗下的全资子公司。为了收购盖可保险公司一半的股权，伯克希尔-哈撒韦公司支付了23亿美元，这意味着盖可保险公司的市场价值为46亿美元。盖可保险公司的内在价值主要包含两个部分。一是公司的营业利润。在读过该公司的财务报表以后，我估计盖可保险公司1995年的营业利润大约为1亿美元。将这一数值乘以乘数10 （即市盈率大致为15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

倍），则盖可保险公司的税前营业利润约为10亿美元。二是盖可保险公司持有的浮存金。根据公司的财务报表，我估计盖可保险公司持有的浮存金规模约为31亿美元。由于这部分资金相当于是保单持有人向盖可保险公司提供的无息贷款，因此在估算盖可保险公司的价值时，这笔资金也应当被考虑进去，所以我们得到的盖可保险公司内在价值的估计值约为41亿美元。此外，以浮存金为基础进行的某些投资项目还带来了额外的收益。可以说，我对盖可保险公司内在价值的估计是比较保守的。综上所述，伯克希尔-哈撒韦公司的收购价与盖可保险公司的内在价值基本一致，或者说略有溢价。对于纯粹的价值投资者来说，伯克希尔-哈撒韦公司在1995年买下盖可保险公司一半股权的这笔收购案，价钱并不便宜。不过，伯克希尔-哈撒韦公司的这一举措与第六章我们曾讲过的巴菲特式投资理念是非常契合的，伯克希尔-哈撒韦公司看中的是盖可保险公司未来的发展潜力。

根据2007年和2008年的财务数据，盖可保险公司2009年的市场价值如何呢？和前面一样，我先用10 乘以营业利润，然后再加上浮存金的数值。根据2007年的数据，计算结果为10×1.1+7.8 =18.8 （单位：十亿美元），即188亿美元。再按照2008年的数据来计算，虽然这一年严重的经济衰退给各行各业带来了沉重的打击，但盖可保险公司的市场估值仍然高达175亿美元（10×0.9+8.5=17.5，单位：十亿美元）。我更愿意使用2007年的数据估算盖可保险公司的价值，因为市场在2008年遇到了特殊情况，不过目前看来，分别用两年数据计算出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来的结果差别并不显著。自盖可保险公司成为伯克希尔-哈撒韦公司的全资子公司以后，它11年间的市场价值由收购时的46亿美元增长至188亿美元。此外，我还估算出在此期间，盖可保险公司创造了大约40亿美元的自由现金流。这一大笔现金流有可能已经被当作股息支付给母公司——伯克希尔-哈撒韦公司，或者是仍由盖可保险公司持有用于其他投资项目。所以说，盖可保险公司1995年被收购时46亿美元的市场价值，现如今已经增值为228亿美元。由此我们可以计算出，自1995年起的这11年间，盖可保险公司每年的平均投资收益率将超过13%。与之相比，在同一时期内，标准普尔500指数的年化收益率仅为4.8%。我相信，高质量的管理是盖可保险公司高速发展不可或缺的关键要素。

伯克希尔-哈撒韦公司和蓝筹印花公司

收购盖可保险公司以后，伯克希尔-哈撒韦公司才开始涉足保险业，浮存金才成为巴菲特手上可使用的投资资金之一。在此之前，巴菲特是通过开展其他几项业务利用别人的钱为自己获取盈利的。1967年，马尔科姆·蔡斯（Malcolm G. Chace）时任伯克希尔-哈撒韦公司董事会主席，巴菲特是董事会成员。那时，巴菲特对公司的影响力就已经非常明显了，正如蔡斯所写的那样：“1967年3月，公司成功地收购了几家保险公司，大家对此感到非常高兴……公司对保险公司的投资证明我们已经迈出了重要的第一步，我们未来的目标是获得更为多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元化的盈利能力。”在巴菲特试图将伯克希尔-哈撒韦公司由原来的制造类企业改造为保险巨头的长期计划中，这只是一个开端。我们可以想象，假如没有做好长期计划，巴菲特是很难实现这一目标的。

在哥伦比亚大学求学期间，巴菲特对保险行业有了一定的了解，他一定是认为收购一家小型保险公司的全部股份，要比收购一家大型保险公司（例如盖可保险公司）的部分股份更好一些。把小型保险公司的股份全部买下来以后，巴菲特可以直接影响公司保险业务的质量，还可以直接使用公司获得的浮存金。 1967年，伯克希尔-哈撒韦公司迈出了进军保险业的第一步，它收购了几家小型保险公司，并开始开展新型的保险业务。到了1975年，在伯克希尔-哈撒韦公司2.55亿美元的总资产中，保险子公司的资产份额占到了64%。到了1976年有机会投资盖可保险公司时，巴菲特已经拥有了足够强的能力去收购大型企业的大宗股权并介入其日常管理。

保险业并不是唯一一个可以带来自由现金流的行业。早在1972年，伯克希尔-哈撒韦公司就拥有蓝筹印花公司17%的股权。蓝筹印花公司在加利福尼亚州、内华达州和俄勒冈州等地区将印花出售给零售商。 1973年，蓝筹印花公司持有9 340万美元的资金。从本质上来看，这笔钱就是别人的钱——蓝筹印花公司先从客户手中把钱收上来，当客户兑换其持有的印花券时，再慢慢地把钱还给客户。当时，蓝筹印花公司的股本额为5 310万美元，由此可见，这笔浮存金的规模几乎为股本金额的两倍。 1973年，伯克希尔-哈撒韦公司对蓝筹印花

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的持股比例上升至19%；1980年，多次增加投资使得伯克希尔-哈撒韦公司的持股比例达到了60%左右；到了1984年，蓝筹印花公司被伯克希尔-哈撒韦公司全部收购。

随着时间的推移，印花券业务的营业收入在逐渐减少。很多企业都会因为营业收入的减少而陷入困境，股东利益可能会遭受突如其来的重创。不过，对于能创造浮存金收入的行业来说，只要管理得当，情况就不会太严重，因为“制成品”还没有以亏损的价格售出。随着市场对企业产品需求量的减少（比如说本例中的印花券），企业可以慢慢缩小自己的生产规模，整个过程不会过于痛苦。浮存金的减少速度不会像营业收入那样快。对于浮存金以及营业收入不断减少的情况，蓝筹印花公司的董事会主席查理·芒格在1981年写道：“在整个印花行业，与现有的印花券发行数量相比，我们公司的浮存金规模还是比较大的。（1970 财年，印花券营业收入再创新高，达到了1.24亿美元；而蓝筹印花公司1981年的印花券营业收入仅为1 560万美元，与最高点相比，收入减少了87%。）”蓝筹印花公司的浮存金是伯克希尔-哈撒韦公司发展资金的重要来源之一。通过使用这笔浮存金，伯克希尔-哈撒韦公司收购了几家企业，其中包括喜诗糖果公司（See’s Candies）、互助储蓄银行（Mutual Savings）、《布法罗新闻报》（Buffalo News）和精密钢铁公司（Precision Steel）。为什么伯克希尔-哈撒韦公司会收购这些看上去似乎毫无共同点的企业呢？下面这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

段话是查理·芒格记录下来的，我们可以从中了解巴菲特和芒格的投资与经营理念：

我们新收购的5家企业并不是像外界观察家们认为的那样没有共同点：

- 它们都是非常优质的企业，业务领域较为分散，这与本杰明· 富兰克林的经营理念不谋而合。它们由专业的高素质人才负责管理，在提供可靠产品和有效服务方面有着长期的优良传统。
- 如果管理得当，每一家企业通常都能产生数量可观的自由现金，该企业的再投资通常并不需要立即动用这些现金，因而它们可以被用于其他投资。

巴菲特和芒格对超出企业必要再投资范围以外的自由现金流非常重视，因为这些现金流有助于整个伯克希尔-哈撒韦公司的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

在管理投资项目时，读者应当遵循巴菲特的投资原则，只投资自己熟悉的行业。对于巴菲特来说，这指的就是保险业。巴菲特对保险行业的运营情况非常了解，这对伯克希尔-哈撒韦公司的未来发展极有帮助。伯克希尔-哈撒韦公司旗下的盖可保险公司之所以能够取得优异的经营业绩，一部分要归功于巴菲特对企业短期盈利的波动状况毫不在意。此外，巴菲特不喜欢在公开市场上借款融资，他更愿意使用保险业务获得的、低成本的浮存金——或者说，别人的钱，来投资或收购其他企业。

[1]托尼·奈斯利， 18岁进入盖可保险公司，今年是他在公司服务的第48个年头。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章　　再保险：更多别人的钱

我们就像是资本帝国里的诺克斯堡，这意味着盈利的波动性并不会伤害我们的高信用等级。因此，我们拥有非常优质的商业结构，可以用来大力开展再保险业务，并且持续经营下去。事实上，在过去的10年间，我们已经充分利用了这一优势，去建造一座强大的商业帝国。

——沃伦· 巴菲特

如果迈阿密遭遇了一场飓风袭击，那么该地区已售出大量保单的保险公司将要立即处理大量的保险理赔申请，这有可能会导致保险公司破产。其他一些自然灾害或人为的灾难，例如，龙卷风、洪水、火灾、石油泄漏和地震等，都会在短期内给保险公司带来源源不断的理赔申请。为了避免陷入这样的财务困境，很多保险公司会把自己的风险转移给其他保险公司，后者就叫作再保险公司。通用再保险公司是世界上规模最大的再保险公司之一，同时，它也是伯克希尔-哈撒韦公司旗下的附属子公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规模很重要：伯克希尔-哈撒韦公司对通用再保险公司的收购

对于任何小型保险公司来说，即使是那些收益情况看起来不错的公司，也无力承担较大的风险。基于这个原因，大型保险公司可能会比小型保险公司的盈利能力更强一些。对于伯克希尔-哈撒韦公司来说，保持大规模是它的优势，因为这样可以把更多的保险及再保险的保费收入以及浮存金保留在企业内部。同时，伯克希尔-哈撒韦公司还可以从其他保险公司那里接到更多的再保险业务。

1998年，伯克希尔-哈撒韦公司以220亿美元的价格收购了通用再保险公司。一段时间以来，这成为了伯克希尔-哈撒韦公司金额最大的一笔并购案，直到2009年11月，伯克希尔-哈撒韦公司宣布准备以340亿美元的价格收购伯灵顿北方圣达菲公司，这一纪录才被打破。并购通用再保险公司之前，伯克希尔-哈撒韦公司的股东权益规模为310亿美元，并购成功后股东权益一下增加了70%。

当伯克希尔-哈撒韦公司宣布并购案时，通用再保险公司是美国国内规模最大的财产保险与意外保险的再保险公司，其业务经营范围遍布150多个国家。对于非政府机构性质的、总部位于美国国内的金融机构，标准普尔信用评级机构仅对其中的5家公司给出了AAA级的债务信用等级，通用再保险公司就是其中之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

220亿美元的价格算不算合理呢？在并购进行时，通用再保险公司的营业利润几乎为零，而且市场预测未来几年内公司都无法获得营业利润。近些年来，这样的情况比较常见。不过，通用再保险公司的发展速度很快，截至1997年年底，在此前10年的时间里，通用再保险公司把保费率逐渐提高到年利率10.7%的水平。既然通用再保险公司的营业利润几乎为零，那么我们不妨假定其营业利润就等于零。不过，其持有的浮存金，即保险公司预先收取的保费中尚未赔付给投保人的那部分资金，金额为149亿美元。正如前面几章讲过的那样，由于可能带来潜在的投资收益，浮存金的价值可以按照1美元对1美元甚至更高的比例来核算。巴菲特也曾说过类似的话："虽然在公司的资产负债表上，浮存金是作为负债项目列示的，但实际上它能为我们创造的经济价值甚至比相同金额的资本净值还要多。只要我们还能获得营业利润，那么在价值的排列顺序上，浮存金要比资本净值更重要一些。"如果我们将浮存金的价值核定为149亿美元，那么通用再保险公司的总价值至少等于149亿美元。伯克希尔-哈撒韦公司为什么要支付220亿美元呢？这是因为通用再保险公司还拥有一些无形资产，比如说商誉；此外，通用再保险公司还可以与伯克希尔-哈撒韦公司旗下的其他子公司产生正面的协同效益。作为外部人士，我很难估量这种协同效益的规模到底有多大，但是巴菲特可以。总之，这笔并购案并不是纯粹的价值投资者所追求的"价格便宜的好交易"。而这与我们在第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

六章谈到的巴菲特式投资理念是完全一致的，或许是巴菲特看到了通用再保险公司未来的发展潜力，因此他愿意为此支付溢价。

通用再保险公司：1998—2008

如表8-1所示，在并购结束后，通用再保险公司的浮存金规模由1998年的149亿美元增长至2008年的211亿美元，这意味着在这10年间，浮存金的年均增长率大约为3.5%。 1998—2002年，保费收入也在逐渐增加，不过近些年来有所减少。在最近10年间，保费收入的增长幅度近似为零。不同年份之间，营业利润的波动幅度较大，而且某些年份的亏损额还不小。我们可以从通用再保险公司各年度的财务数据里看出一些问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表8-1 通用再保险公司的收入、浮存金和营业利润

单位：百万美元

年份	收入	浮存金	税前营业利润	营业利润占收入的比重（%）
1998		14 909		
1999	6 905	15 166	−1 184	−17.1
2000	8 696	15 525	−1 224	−14.1
2001	8 353	19 310	−3 671	−43.9
2002	8 500	22 207	−1 393	−16.4
2003	8 245	23 654	145	1.8
2004	7 245	23 120	3	0.0
2005	6 435	22 920	−334	−5.2
2006	6 075	22 827	526	8.7
2007	6 076	23 009	555	9.1
2008	6 014	21 074	342	5.7
总计	72 544		−6 235	−8.6

2001年，公司36.71亿美元的巨额亏损充分反映了“9·11”恐怖袭击事件对整个保险行业的严重影响。 1999—2002年，保费的损失额也很大，甚至比被伯克希尔-哈撒韦公司收购之前的各年份还要大得多。为什么会这样呢？2002年，巴菲特注意到，通用再保险公司有着这样一种企业文化，公司认为保费的收缴没有必要像保险合同上规定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的那样死板。当巴菲特意识到这一点以后，通用再保险公司立刻减少了出售的保单数量。 2008年，通用再保险公司的收入额仅相当于2002年的71%。由于浮存金/收入的比率为4：1，所以浮存金的流失速度不会像经营收入那样快。 2008年，浮存金相当于2002年的95%左右。2006—2008年，通用再保险公司获得了营业利润，这是一个好兆头。目前，根据前9个月的数据判断，通用再保险公司2009年的营业利润应该会比2008年多一些。不过，要想更为真实、准确地评估通用再保险公司售出保单的质量，我们至少还要再花上10年的时间，因为新保单导致的亏损不会立即显露出来。在估算保险公司的浮存金成本时，我们应当采用长期的视角才合理。

迄今为止，通用再保险公司被伯克希尔-哈撒韦公司收购后的经营状况究竟怎样呢？1999—2008年，浮存金增加了62亿美元，即从初始的149亿美元增加至211亿美元。不过，在此期间，通用再保险公司的经营亏损金额也较大，达到了62亿美元。如果按照1美元对1美元的比例估算浮存金的价值，则浮存金的增加额刚好与经营的亏损额相抵消。 2009年，通用再保险公司的营业利润逐渐好转，已经扭亏为盈，但盈利规模不大。我估计在过去的10年间，伯克希尔-哈撒韦公司从通用再保险公司的投资项目中没有赚取太多收益。好消息是自1998年年底至2008年期间，标准普尔500指数的10年累计投资收益率为-13%。因此，如果伯克希尔-哈撒韦公司对标准普尔500指数付出等额的投资，那么结果甚至会更糟糕。巴菲特对未来的前景比较乐观：“通用再保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险公司是一家国际化的大型再保险公司， 2008年的表现非常不错……现在的通用再保险公司重新焕发了生机……查理和我确信，泰德·蒙特罗斯（Tad Montross，通用再保险公司的新任CEO）进入公司后，通用再保险公司的美好未来尽在掌握。”

站在巴菲特的立场考虑，收购通用再保险公司是不是一个错误呢？我们又可以从中学到什么呢？这个小插曲提醒我们，企业的盈利数据并不一定能真实地反映现实情况。在并购前，通用再保险公司的经营记录非常棒。我仔细研究了1997年在并购之前通用再保险公司每年的财务报表。那些数据看上去非常好，即使是事后我也没有充分意识到，通用再保险公司的企业文化竟然会导致保费的收缴不足平均水平。通用再保险公司的收入增长速度较为缓慢，但是近来它刚刚收购了另一家保险公司，营业利润正在稳步增长。一般情况下，当一家上市公司被收购时，该公司具有潜在问题的可能性是比较大的。巴菲特并购的多家公司都是家族企业。我猜测，如果通用再保险公司也是一家家族企业，那么前面谈到的企业文化问题可能就不会出现，或者会被及时发现从而阻止并购。

盖可保险公司与通用再保险公司在占据市场份额策略方面的对比

为什么通用再保险公司没有像盖可保险公司那样，把精力主要投放在抢占市场份额这一点上呢？虽然两家保险公司看上去都在伯克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尔-哈撒韦公司这家母公司旗下，但它们遵循的发展战略却有所不同。自2003年以来，通用再保险公司的收入水平有所下降，其策略是决不卖出无利可图的保单。另外，盖可保险公司花费了很多努力来增加其市场份额，在广告宣传方面投入了巨额资金。所以，与通用再保险公司不同，盖可保险公司是为了招揽新客户大力宣传从而导致了亏损。这一差别再一次证明，没有哪两家企业的情况是完全相同的，因此，每家企业采用的策略也不尽相同。客户的特征以及保费的规模决定了这两家保险公司会选择不同的发展路径。

对盖可保险公司而言，一旦一位客户从公司购买了汽车保险，那么盖可保险公司可以在相当长的一段时间内留住这位顾客，原因一方面是人的惯性，另一方面是继续在同一家保险公司购买保险，费率相对会低一些。因此，盖可保险公司非常努力地做宣传吸引客户前来，即使这样做的初始成本很高也在所不惜。但是，通用再保险公司的业务是向其他保险公司出售再保险产品。由于再保险的保费率比较高，通用再保险公司的客户不太可能受惯性的影响，当再保险合同到期需要更换新合同时，他们会四处打听询价，以便寻找更合算的再保险产品。因此，通用再保险公司很难像盖可保险公司那样与同一位客户反复做生意。总之，对通用再保险公司来说，为了抢占市场份额而出售无利可图的保险产品并不是明智之举。伯克希尔-哈撒韦公司旗下还有一家大型再保险公司值得我们关注，因为该公司的盈利情况与通用再保险公司极为不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦再保险集团

伯克希尔-哈撒韦公司旗下的第三家大型保险公司，同时也可能是盈利状况最好的保险公司，就是伯克希尔-哈撒韦再保险集团（Berkshire Hathaway Reinsurance Group），其CEO 是阿吉特·杰恩（Ajit Jain）。令人惊讶的是，杰恩手下竟然只有31 名雇员。在每一年写给股东的信里，巴菲特都会不厌其烦地大力表扬杰恩。在最近写给股东的这封信中，巴菲特写道："这家公司（指的就是伯克希尔-哈撒韦再保险集团）可能是世界上最伟大的企业之一，我们很难用合适的词语形容它，但它确实值得我们赞美……这家企业的特点是巨额交易、令人难以置信的执行速度以及别人难以匹敌的保单报价效率。"还是那句话，没有哪两家企业是一模一样的，即使它们处在同一个行业内。为什么单纯地比较财务比率不足以帮助投资者找到值得投资的好股票，上面那句话就是原因之一。投资者需要认真思考每一家企业的业务特征，尽可能地搜集有关企业的业务开展情况以及高管人员的信息，然后再基于这些信息计算企业的内在价值，最终做出买入或卖出的决定。

表8-2给出了1998—2008年伯克希尔-哈撒韦再保险集团的财务数据，我们可以把表8-2与通用再保险公司的财务数据表格（表8-1）结合在一起进行分析。伯克希尔-哈撒韦再保险集团的盈利情况波动幅度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也比较大， 10年间有4年是亏损的。不过，在最近的10年里，伯克希尔-哈撒韦再保险集团共计创造了42.73亿美元的税前利润（相当于总收入的9.0%）；与之相比，通用再保险公司却造成了62.35亿美元的亏损（相当于总收入的-8.6%）；而盖可保险公司的盈利指标值为7.5%。

表8-2 伯克希尔-哈撒韦再保险集团的收入、浮存金和营业利润

单位：百万美元

年份	收入	浮存金	税前营业利润	营业利润占收入的比重（%）
1998		4 305		
1999	2 382	6 286	−256	−10.7
2000	4 712	7 805	−162	−3.4
2001	2 991	11 262	−647	−21.6
2002	3 300	13 396	534	16.2
2003	4 330	13 948	1 047	24.2
2004	3 714	15 278	417	11.2
2005	3 968	16 233	−1 069	−26.9
2006	4 976	16 860	1 658	33.3
2007	11 902	23 692	1 427	12.0
2008	5 082	24 221	1 324	26.1
总计	47 357		4 273	9.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了进一步证明“即使是在同一个行业里，也没有哪两家企业是完全相同的”这个结论，我计算了伯克希尔-哈撒韦公司旗下这三家最主要的保险公司的浮存金/收入指标。盖可保险公司的浮存金仅相当于总收入水平的70%，或者说其持有的浮存金仅相当于8个月的收入。数据反映出这样一个事实：盖可保险公司出售的保单绝大多数都是汽车保险，每隔6个月左右就要续保更新一次。另一方面，我们继续对表8-1和表8-2相似的财务比率进行分析，发现通用再保险公司和伯克希尔-哈撒韦再保险集团的浮存金分别相当于3年和3.4年的保费收入。这个例子证明，财务比率往往能够揭示企业经营的基本特征。

正如前面所述，假设浮存金的价值可以按照1美元对1美元的比例估算，那么伯克希尔-哈撒韦再保险集团持有的浮存金的价值就是由1998年年底的43亿美元，增长至2008年年底的242亿美元。此外，该公司还创造了43亿美元的营业利润，扣除掉所得税后的净利润为28亿美元。 242亿美元的浮存金加上28亿美元的税后净利润就等于270亿美元，于是，我们可以使用这个保守的估计值和1998年年底的43亿美元，来计算伯克希尔-哈撒韦再保险集团在这10年间的增长率。 10年间，伯克希尔-哈撒韦再保险集团的价值以年均约20%的速度增长。对于一个低增长率的行业来说，一家大型企业能够实现如此高的增长率令人叹为观止。虽然从整体上来看，伯克希尔-哈撒韦公司旗下的保险公司和再保险公司都发展得比较好，但我们不能把这个结论简单地推广到保险业的其他公司，除非这些公司的CEO确实是杰出的管理人才。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了说明这一点，下面我要列举两家大型再保险公司濒临破产边缘的例子。

诚信保险公司的失败

再保险业务并不一定会比保险业务更安全。我们必须注意到，再保险公司承担着各种各样的再保险风险。如果你打算投资一家再保险公司发行的股票，那么下面这个例子值得你牢牢记在心间。诚信保险公司（Reliance Insurance Company）是一家拥有183年悠久历史的老牌保险公司，由于公司再保险业务出现巨额亏损，导致股票价格由1998年的每股19美元下跌至2000年的每股0.25美元。这意味着公司市值缩水了20亿美元。在这个案例中，为工人们的工资提供保险的责任由一级保险商转移给了再保险公司，其中就包括诚信再保险公司。再保险公司收取的保费率比较低，但未来潜在承担的赔偿金额却十分巨大。这个案例告诉我们一个简单的道理：只要犯下一次大错，一家成立已久的大型再保险公司就会因此而陷入破产危机。

伯克希尔-哈撒韦公司旗下的通用再保险公司也出售了一些类似的再保险合约，1999年，其税前的潜在负债为2.75亿美元。幸运的是，伯克希尔-哈撒韦公司在这笔再保险交易中所占的份额并不大。虽然从绝对值来看， 2.75亿美元也是一笔大数目，不过它仅相当于伯克希尔-哈撒韦公司市场价值的0.25%。如果你打算投资再保险公司，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就应当努力研究该公司是否有意识地做出了一些努力，以避免遭受巨大损失。巴菲特曾经清楚地解释过，鉴于公司目前持有的、多元化的保单组合以及承受的风险水平，伯克希尔-哈撒韦公司不太可能像以前那样由任意一份保单引发巨额赔偿。伯克希尔-哈撒韦公司可以轻易地吸收价值高达几十亿美元的赔偿金损失，就像它在“9·11”恐怖袭击事件发生后做到的那样。巴菲特敏锐地捕捉到了伯克希尔-哈撒韦公司的优势：

> 我们把保单出售给保险公司和再保险公司，它们购买我公司保单的目的是在重大灾害发生时，减少自己的亏损金额。不过，你必须要知道，在保险行业里，遇到一个非常糟糕的年份并不是概率问题，事实上，这样的情况肯定会发生。唯一的问题是它何时到来。

伯克希尔-哈撒韦公司的优势体现在较大的规模以及保守的融资策略等方面。记住，要让这些特征永远成为你的总体投资原则。

2008—2009年的市场危机与美国国际集团

2008年，美国国际集团卖出的保单金额为840亿美元，与之相比，伯克希尔-哈撒韦公司卖出的保单金额为260亿美元。 2000年，美国国际集团的股票价格为每股100美元左右，照此估算，其市场价值约为2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

600亿美元，比伯克希尔-哈撒韦公司的规模大得多。但到了2009年年初，美国国际集团却几乎到了破产的边缘，每股价格跌至1美元。这家大公司到底怎么了？同样的事情是否也会发生在其他任意一家企业身上？

首先，我们来了解一下事情的经过。导致这个结果出现的原因多种多样，但是其中有一个原因非常重要，那就是美国国际集团进入了它自以为很了解的保险行业。美国国际集团以为保险业务完全在自己的能力掌控范围内。该公司提供的保险产品叫信用违约互换（CDS），以公司的债务违约事件作为保险对象。由于信用违约互换本质上就是保单，因此当损失发生时，这种金融产品要求保险公司立即提供抵押品。美国国际集团没有想到，当经济衰退到来时，多家企业同时违约会给它带来多大的损失。 2008年，随着美国经济增速明显放缓，保单持有人（在信用违约互换协议中被称为交易对手）要求美国国际集团立即提供几十亿美元的抵押品，而这是它无力承担的，它根本无法提供这么多抵押品。事态已经明朗化，如果政府再不出手，美国国际集团将被迫宣布破产，于是联邦政府不得不及时介入，向美国国际集团提供了紧急援助贷款。截止到2009年5月，美国国际集团接受了政府提供的各种形式的贷款共计1 800亿美元，大约等于诺克斯堡储藏的所有黄金价值的一半。美国国际集团似乎并不了解自己经营的业务风险竟然有这么高，抑或是其员工明知风险大，但还是孤注一掷，用别人的钱豪赌，才会导致这样的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然，灾难可以对任何一家保险公司造成沉重打击，因为其后果是事先难以预料的。例如， 2001年9月11日，恐怖分子对世贸中心的袭击原本可能是对通用再保险公司的致命打击。巴菲特写道：“如果通用再保险公司没有被收购，那么只是世贸中心袭击事件就能给该公司带来生存危机。”即使大型保险公司都接受了政府提供的紧急援助贷款，但它们将难以运营下去，股东们要承受巨大的损失。 2009年，美国城市债券保险公司（MBIA）和Amback公司就遇到了这种情况，其他很多公司也是如此。

格雷厄姆和巴菲特都赞同采用保守的融资策略，因为当公司有能力大量借款时，它们往往会这么做。经济形势不景气时，杠杆率过高的企业经营困难，甚至可能会因此而破产。同样，当保险公司采用较为激进的发展战略时，它们会出售一些财务方面并不太安全的保单（之所以提到这一点是因为保险公司收取浮存金与直接借款比较相似），于是等到困难时期来临时，这些保险公司会遭受巨额亏损甚至破产。我们该如何判断一家保险公司采用的是不是激进战略呢？事实上，我们很难确定这一点。但是，我们总会发现一些蛛丝马迹。个人的风险投资行为可能会反映出整个公司的风险偏好。如果你打算投资保险公司或者其他行业的企业，而这些企业在计算盈利时需要对成本等事项预先进行估计，那么选择一个拥有保守风格的经理人的企业，可以让你的投资回报更好一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

2008年年底，伯克希尔-哈撒韦公司持有总额为585亿美元的保险浮存金，其中，通用再保险公司与伯克希尔-哈撒韦再保险集团各自所占的份额分别为211亿美元和242亿美元。如此巨额的一笔资金实际上没有任何使用成本，因为本质上它们属于保单持有人，也就是别人的钱。将别人的钱为我所用时，企业要担负起有效使用资金的责任。在管理他人的资金时，我们应当挑选一位忠诚度最高的优秀经理人。钱不是自己的，成本又很低廉，在这种情况下，管理者可能会迷失方向进而步入歧途，但这样的举动会给企业带来毁灭性的打击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章 延期纳税：来自政府的免息贷款

只要威斯科金融公司[1]不清盘，我们就不会卖掉任何已升值的股票。因为事实上，我们相当于正在使用政府提供的无息贷款，其金额等于未实现收益的递延所得税部分，在计算企业的净价值时要把这部分减掉。

——查理· 芒格

你可能很难相信，截至2008年年底，伯克希尔-哈撒韦公司竟然持有总额高达100亿美元的免息贷款，而贷款人正是美国国税局和其他税务机构。按照现行的税收条例，任何人均无须为股票投资所获得的账面利润支付税款，直到这些账面利润转变为实际利润为止。例如，伯克希尔-哈撒韦公司大约20年前买入了可口可乐公司的股票，其价值已由最初的13亿美元增值为91亿美元，但迄今为止，伯克希尔-哈撒韦公司尚未对这笔高达78亿美元的账面利润支付任何税金。对伯克希尔-哈撒韦公司来说，这种尚未支付的税款就相当于它可以享受的变相无息贷款。为实现账面利润等待的时间越长，暂时免缴税金的时间就越长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司持有的100亿美元政府免息贷款的价值

伯克希尔-哈撒韦公司持有的免息贷款价值多少呢？我们可以用一个简单的例子来说明这个问题。假设你的妈妈给了你100美元免息贷款，并对你说不用归还这笔钱。关于这笔钱，你不需要支付利息，也不需要偿还，因此，这事实上就是一笔赠款。如果免息贷款永远不用偿还，那么其价值就等于贷款的金额。因此，假如伯克希尔-哈撒韦公司永远持有证券而不卖出的话，那么递延税款的价值就等于100亿美元。如果持有期限超过10年，那么递延税款的价值就接近100亿美元，比如80亿美元。另外一种思考方法是，假设伯克希尔-哈撒韦公司在这笔无息贷款上能够获得10%的年投资收益率，那么，伯克希尔-哈撒韦公司每年利用这笔资金就能额外获得10亿美元的收益。

在伯克希尔-哈撒韦公司1989年的年报上，有这么一段有趣的内容颇引人注目，巴菲特写道：

> 假设伯克希尔-哈撒韦公司只有1美元，我们把这1美元用于购买某种证券，年末时该证券的价格翻倍，然后被出售。再进一步假设，在接下来的19年间，每一年我们都用扣除税金后获得的资金重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

复上一步骤，每一次投资的证券都会在年末时价值翻倍。那么等到第20年年末，我们每年出售证券时按照34%的资本利得税向政府缴纳的税款共计13 000美元，我们自己留下的资金为25 250美元。这个结果还算不错。不过，如果我们只做一笔投资，然后持有20年，在这20年间投资品的价值每年都翻一倍，那么，等到第20年年末时，我们可以累积获得1 048 576美元。如果此时我们决定出售投资品套现，那么按照34%的资本利得税，我们要支付的税金大约为356 500美元，自己能留下692 000美元。

与绝大多数频繁买卖的共同基金不同，巴菲特并没有进行频繁的操作。巴菲特所举的例子证明，共同基金的频繁交易会导致投资者支付更多的税金。在谈到共同基金投资时，绝大多数主流媒体的讨论都没有提到税收递延的好处。如果它们提到了这一点，那么对于需要纳税的投资者来说，绝大多数共同基金都会变得不太有吸引力了。

10 000美元投资25年在有无税收递延待遇情况下的收益

现在我们假设你投资了10 000美元购买共同基金，预期投资收益率与标准普尔500指数的收益率相同。再假设所有应缴纳的税款都是延

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期处理的，直到你将投资品出售时再行补缴。假定初始投资日为1984年1月1日，买入基金份额后持有25年直到2008年年底，此时这笔投资的价值已经增长为103 500美元。这相当于每年获得约9.8%的投资收益率。 25年投资期满时，你将投资品出售套现，这时就要缴纳税款了。假设长期收益所得税税率为20%，那么你要缴纳的税款就等于18 700美元，即10 000美元的初始投资现在的纳税后净额为84 800美元。

图9-1列出了这一数额，即84 800美元。然后再比较一下，如果每年的收益都及时纳税，那么25年投资期满时投资的本息和等于多少。为了便于比较分析，我们假设你的边际税率为35% （包括州所得税和地方政府所得税）。那么，每年你实际获得的投资收益率仅有6.37%（0.65×9.8%），25年后投资本息和约等于46 800美元。在第一种情况下，你的初始投资额可以增值8.48倍（84 800/10 000）；在第二种情况下，你的初始投资额仅增值了4.68倍（46 800/10 000）。对我来说，这两个结果的差别确实比较大，而且我们尚未将共同基金收取管理费的影响考虑进去。因此，我们可以合理地推断出，在25年后，投资于共同基金给你带来的本息和仅相当于第一种情况（不频繁缴纳所得税，不用支付管理费）的一半左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

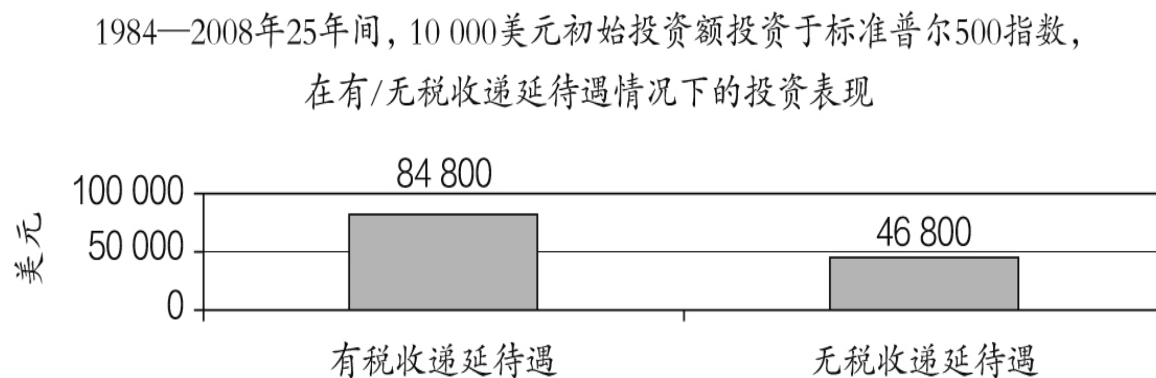


图9-1 有/无税收递延待遇的结果比较

为什么人们喜欢频繁地买卖证券或者是把大笔的资金投资于交易频繁的共同基金呢？很多人之所以会选择购买共同基金，是因为他们对自己的选股能力不太有自信，更倾向于听从共同基金销售人员的投资建议。他们对复利的强大作用以及长期收益率考虑得不够多，为了获得蝇头小利（贪婪）或避免损失（恐惧），他们总是急于卖出。此外，还有一个事实值得你注意，那就是投资那些交易频繁的共同基金会让自己承受更高的税率，而这一点往往是共同基金公司的销售员们闭口不谈的话题。

我们得到的教训是应该搜寻那些适合长期投资的股票。如果你没有时间或者对投资于个股没有信心，那么可以选择投资指数基金，这种共同基金的交易并不活跃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

我们从税收递延待遇的好处和复利的作用中收获了两点。**第一，它暗示我们投资要尽早开始**。如果你手头有一笔长期闲置的资金，那么你应当尽可能早地安排初始投资，这样才能保证在你需要收回投资套现时，能够获得最高的投资增长率。**第二，不要频繁地买入或卖出证券，减少买卖次数可以增加税收递延的比例，有助于提高你的最终投资收益率**。巴菲特为伯克希尔-哈撒韦公司的股东们争取到了税收递延的好处。他没有频繁地买卖股票，而是在买入好股票后耐心等待。如果你不知道应该买哪一只股票，那么就买入先锋500指数基金（Vanguard 500 Index Fund），然后尽可能久地持有它。

[1] 威斯科金融公司：伯克希尔-哈撒韦公司旗下的一家子公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第四部分　　在零售业、制造业及公用事业领域内的成功

伯克希尔-哈撒韦公司在零售业、制造业及公用事业领域内拥有一些子公司。我在第十章至第十三章探究了巴菲特为什么会买下这些公司，以及他做了哪些事情使得这些公司实现了后来的盈利增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章　　如果你不了解珠宝，那你就去了解珠宝商

我从未对这些事情有过怀疑。第一，黑尔斯博格钻石公司是我们都梦想拥有的企业；第二，杰夫正是我们所需要的管理者。

——沃伦·巴菲特

1989年，伯克希尔-哈撒韦公司购买了奥马哈的一家珠宝店——博希姆珠宝公司（Borsheim’s）。当我在报纸上看到这则声明的时候，我感到非常困惑。为什么这位声名大噪的价值投资者会买下如此“耀眼”的珠宝公司呢？它的价值在哪里呢？随后，巴菲特解释了博希姆珠宝公司的成本优势：我们之所以能够招揽到来自全美各地的生意，是因为我们拥有竞争者不能匹敌的一些优势。在成本优势中，最为重要的一项即为经营成本……就像沃尔玛的产品价格是其他高成本竞争者所不能触及的——沃尔玛因此能够不断地提高它的市场份额，博希姆珠宝亦是如此。对尿布销售有用的优势策略对钻石经营同样有用。

与沃尔玛的比较：成本优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特的类推法是值得重复实践的，因为它不是墨守成规的智慧："对尿布销售有用的优势策略对钻石经营同样有用。"巴菲特的观点就是：在几乎任何一种工业领域中，成本优势都是很重要的。

博希姆珠宝公司的成本优势由不同的原因构成。第一，地理位置优越。相对于纽约来说，奥马哈是一个可以用较少的花费来经营事业的地方，这也是经济低迷时期尤为重要的一个因素。因为在经济低迷时期，企业经费相对较少。把这个原理深深地印在头脑中，你就会知道沃尔玛大部分零售商店都坐落于郊区，而不是地价昂贵的市中心。因此，沃尔玛也慢慢地通过诚信可靠的低价格建立了声誉。第二，一旦一家公司或商店建立了良好的声誉，它的经营成本将会减少很多。为什么会这样呢？这其中包含很多原因。举例来说，公司并没有花费太多在广告宣传上面。降低广告费用能够削减每单位销售产品的成本。直到最近，沃尔玛也没有在报纸或者电视上做过很多广告。除了容易确认的成本优势，如广告之外，另外的成本优势来自能够建立公司声誉的优秀管理者。就像巴菲特提到的，他欣赏杰夫·科门特（Jeff Comment）——黑尔斯博格钻石公司当时的经理。巴菲特这么说，不仅是因为杰夫"黄金好友"的身份，更是因为他欣赏杰夫作为一位管理者所具备的能力。优秀的管理者知道要买什么质量以及订购多少数量的物料。这使得公司能够通过采购和较少的客户退货从而获得成本优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于诸如珠宝等高价物品，商店以及管理者的声誉也有助于企业获得更高的收入，从而具有较高的盈利能力。普通消费者往往难以确定钻石和珠宝的真正价值。因此，信任在购买决策中起着重要的作用。一般的顾客宁愿多付10%，以确保钻石和贵重金属具有最好的品质。从这方面考虑，“伯克希尔-哈撒韦”这个名字也有助于增加博希姆珠宝公司的收入。关于博希姆珠宝公司的总裁，巴菲特写道：“6年前的这一举措，使得销售额翻了一番，博希姆珠宝公司的管理天才——艾克·弗里德曼（Ike Friedman）和我都只有一个想法，那就是公司只有一个速度：快进。”当你看到像萨姆·沃尔顿和艾克·弗里德曼这样的人在经营公司时，你能够采取的最佳行动就是尝试和他们成为合作伙伴。巴菲特非常信任弗里德曼正直的品格，因此，他买下博希姆珠宝公司的时候根本没有进行审计、查账的工作。对任何你打算购买的公司或股票来说，“如果你不了解珠宝，那你就去了解珠宝商”这句话都是非常明智的。这句格言中的“珠宝商”就是指这家公司的管理者。

无论你对一家公司做过多少研究，你都无法获得足够的、关于这家公司未来的产品、研发计划、新的市场、合作联盟、管理方法等信息。但如果这家公司的管理者是“优秀的珠宝商”，那你真的不需要为了投资这家公司而花费大量时间进行调查工作。为了能够真正懂得“管理”的含义，你需要打几个电话，了解“顾客是上帝，为顾客服务”的理念执行力；你的家人和朋友也会把他们的体验告诉你，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以尝试公司的产品。管理质量的重要性就体现在下文讲述的伯克希尔-哈撒韦公司的收购案中。

黑尔斯博格钻石公司、本桥珠宝公司及其他珠宝公司

伯克希尔-哈撒韦公司在1995年收购了黑尔斯博格钻石公司。在黑尔斯博格钻石公司的经营史中，这是件振奋人心的大事，也揭示了巴菲特在潜在的收购中看中什么。这不仅关乎事业经营得是否成功，而且再一次强调了经营者的重要性。下面讲述了黑尔斯博格钻石公司背后的人物故事。

1915年，莫里斯·黑尔斯博格（Morris Helzberg）开了第一家黑尔斯博格钻石商店。他的小儿子巴尼特（Barnett）通常每周六在店里工作。在他父亲生病，也就是巴尼特14岁的时候，巴尼特就对商店的整个运作肩负起了重任。直到第一次世界大战结束，他的哥哥吉尔伯特（Gilbert）回来共同管理珠宝店的生意，那时巴尼特已经成为了一名出色的商人。巴尼特是一位非常积极的“促销者”，他会投入金钱进行大量的报纸和广告宣传，传播类似“与黑尔斯博格男孩浪漫相约”和“戴上钻石，拥有迷人气质”这样的广告语。他还提出了购买就能免费乘坐飞机的营销策略。到了1925年，巴尼特·黑尔斯博格已经非常显著地扩大了珠宝店的经营规模，并且迅速成为美国中西部地区的一名杰出的珠宝商。当伯克希尔-哈撒韦公司收购黑尔斯博格钻石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司时，后者已经拥有了134家珠宝分店，遍布美国各个地区。到了2009年年初，这个数字已经上升到270。巴菲特解释了是什么驱使他收购了黑尔斯博格钻石公司：

> 1994年5月，在年度会议结束后的一周左右，当我穿过纽约的第58 街道和第五大道的时候，一位女士叫了我的名字。她说自己参加过年会并表示很喜欢。几秒钟后，一位男士看到这位女士的行为后也照做了。原来他就是拥有伯克希尔-哈撒韦公司4%的股份并且也出席了我们年会的巴尼特·黑尔斯博格——莫里斯·黑尔斯博格的小儿子。
>
> 在我们的几分钟交谈中，巴尼特表示，他知道一个我们可能都会感兴趣的企业。每当人们这么说的时候，通常表示，他们有一个充满潜力的项目——有可能会迅速成长为下一个微软。所以我让巴尼特发给我详细资料，我在心里默默地想要实现这一目标。
>
> 我们为了能在价格上达成一致花费了一些时间，但在我的脑海中，我从来没有对收购黑尔斯博格产生过任何疑问。第一，黑尔斯博格钻石公司是我们都梦想拥有的企业；第二，杰夫正是我们所需要的管理者。事实上，如果杰夫当初不在黑尔斯博格钻石公司工作，那么我们就不会收购这家公司。买下一家没有优秀管理者的零售店，就像是买下了没有电梯的埃菲尔铁塔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你可能会注意到，即使巴菲特喜欢一家企业以及它的管理模式，他也不会为了它多付钱。正如他所说的，“我们为了能在价格上达成一致花费了一些时间”。然而，巴尼特·黑尔斯博格说：“巴菲特不会改变公司领导层的一丝一毫。” 黑尔斯博格钻石公司的这份声明就是巴菲特管理风格的特点。巴菲特投资一家公司或者获得一家公司后，他不会试图去影响企业的管理。他会寻找那些在该领域内已经拥有长期良好的声誉以及卓越管理的公司。黑尔斯博格钻石公司关于发展成一家成功企业的经营理念和巴菲特的理念是类似的：“企业是人。”这听起来简单，却不是每位管理者都容易执行的。如果你找到一家有萨姆·沃尔顿的公司，不用担心他卖的是尿布还是钻石。因为你已经找到了一位很好的珠宝商，而你需要思考的是如何成为他的合作伙伴。

随着越来越多的企业建立起良好的声誉，伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝生意一直稳定增长。 2000年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了拥有65家连锁店的本桥珠宝公司（Ben Bridge Jeweler）。 2009年年初，店铺数量已上升到77家。埃德·布里奇（Ed Bridge）和乔恩·布里奇（Jon Bridge）是一家高度知名的珠宝企业的第四代继承人兼管理者。在他们的管理下，珠宝生意得到稳定增长。埃德·布里奇从巴尼特·黑尔斯博格那里拿到了一封联系巴菲特的推荐信。他对巴菲特“让收购对当前的经营管理不存在干涉”的理念印象尤为深刻。2007年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了两家黄金珠宝制造商：南湾奥罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际公司（Bel-Oro International）和Aurafin 有限责任公司。吸引巴菲特最初购买博希姆珠宝公司并且随后将其发展扩张的另一个原因是，不同的公司在管理上都是独立的。他不会把他的珠宝公司合并成一个整体。总的来说，巴菲特强调的是企业的长期声誉以及管理质量。

盈利能力： 伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业与蒂芙尼公司的较量

在任何行业内，最终对企业产生重要影响的都是盈利。在伯克希尔-哈撒韦公司的领导下，被收购的公司能够比它们独立时经营得更好，这是因为公司风险降低并且能够通过伯克希尔-哈撒韦公司的资金支持来实施扩张计划。在表10-1中，我将对1996—1999年伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝业进行分析（无法获得更多最新的数据）。伯克希尔-哈撒韦公司珠宝业的销售收入从3.92亿美元增长至4.86亿美元，达到了24%的增长率，也可以理解为每年约7%的增长率，这对一家成熟的企业来说是一个良好的增长速度。同时，营业利润从2 800万美元大幅上升至5 100万美元，这说明利润达到了82%的增长率，也就是每年约22%的增长率。同样，已使用资产的盈利，即资产收益率（ROA），从10%增加至20%。资产收益率的增加显示了伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业并不需要与1996年相同的存货水平，以及与1999年相同的、每单位销售产品的其他已使用资产水平。鉴于巴菲特如此强调盈利能力，我认为巴菲特影响了人们的关注点，让人们把焦点集中在已使用资产的效益。

我拿蒂芙尼公司（Tiffany & Co.）与伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业进行比较，是因为蒂芙尼公司是美国首屈一指的珠宝企业。它从1837年经营至今，在珠宝行业内赢得了极大的尊重。蒂芙尼公司是一家高盈利企业，并且也成功地保证了它的领先地位。如果我们比较伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业与蒂芙尼公司的盈利能力，也就意味着我们让伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业与珠宝行业内最好的公司进行较量。表10-1给出了两组数据。

蒂芙尼公司的收入大约是伯克希尔-哈撒韦公司珠宝企业的三倍。在1996—1999年的4年内，蒂芙尼公司的收入也大幅增长，从9.22亿美元增至14.6亿美元，实现了58%的增长率。归根结底，获得多少美元的收入或营业利润并不是最重要的，最重要的是盈利能力。我们经常会问：“什么是资产收益率？”表10-1中数据的最后一行是比较伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业和蒂芙尼公司最有用的数据。 1996年，伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业在总资产收益率上是落后于蒂芙尼公司的：伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业的10%与蒂芙尼公司的15%。然而，到了1999年，伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业和蒂芙尼公司打成了平手：分别为20%和19%。伯克希尔-哈撒韦公司珠宝企业成功的主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

原因是巴菲特挑选高素质的管理者来管理企业，然后让这些管理者像公司的所有者那样自由地经营企业。

表10-1 盈利能力比较

单位：百元美元

	伯克希尔-哈撒韦公司的珠宝企业			
	1999	1998	1997	1996
收入	486	420	398	392
年末可辨认资产	258	234	219	267
税前利润	51	39	32	28
销售利润率（%）	11	9	11	7
可辨认资产收益率（%）	20	17	15	10
	蒂芙尼公司			
	1999	1998	1997	1996
收入	1 461	1 169	1 018	922
总资产	1 343	1 057	827	739
营业利润	257	161	133	109
销售利润率（%）	18	14	13	12
可辨认资产收益率（%）	19	15	16	15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

虽然博希姆珠宝公司、黑尔斯博格钻石公司、本桥珠宝公司都是零售珠宝店，但它们在伯克希尔-哈撒韦公司的羽翼下都是独立运营的。它们能够取得成功主要归功于那些保持低成本和较高客户满意度的管理者。因此，公司很可能会在现行的管理制度下继续成功下去。请记住："对尿布销售有用的优势策略对钻石经营同样有用，对其他企业也同样如此。"当伯克希尔-哈撒韦公司收购了一家企业，它会保持企业原有的组织结构以适应管理，而不是要求管理者去适应一个共有的组织结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章　　要像B女士这样去和别人竞争

在家具零售行业内，没有哪一家公司像伯克希尔-哈撒韦公司收购的公司这样进行远程操作的。这对我来说是非常有趣的，而对你们来说是有利可图的。

——沃伦· 巴菲特

我经常问我的朋友和同事他们对于投资家具零售业的看法。毫不意外的是，他们大多数认为这是一个传统行业，从未对其有过投资的想法。 1983年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了内布拉斯加家具城90%的股份，那时候是由它的持有者罗斯·布朗金女士经营的，这位罗斯·布朗金就是大家熟知的B女士。为什么巴菲特要收购这家公司呢？我们得出的答案会进一步强调第十章的结论。

知道何时不展开竞争：内布拉斯加家具城

关于内布拉斯加家具城的收购，巴菲特写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我总是问我自己：假设我有足够的资金和技术人员与其他公司竞争，那么我会如何评价一家公司呢。我宁愿与灰熊搏斗也不想要和B女士以及她的子孙竞争。他们很聪明地以低价买进，他们的经营成本低到其他竞争者完全不敢想象，然后他们把节约下来的资金回报给顾客。这是一家理想的企业——建立一种特殊的价值传递给顾客，然后相应地转化为公司所有者的特殊经济效应。

显然，内布拉斯加家具城取得成功的最主要原因，是它由一位将注意力完全放在顾客和成本上的优秀管理者经营。公司的宗旨和沃尔玛的宗旨“帮顾客节省每一分钱”并没有很大的区别。 B女士总结了她的经营理念，那就是：“价格便宜，说出真相。”

内布拉斯加家具城被伯克希尔-哈撒韦公司收购后仍然经营得很好，这也得益于B女士的子女和孙辈们的严格管理，使得内布拉斯加家具城能够继续良好地发展下去。内布拉斯加家具城的营业收入也从1983年的1亿美元稳定增长至1999年的3亿多美元。自那时起，该公司的销售数据就没有被公开过。内布拉斯加家具城目前已在艾奥瓦州的得梅因（Des Moines）以及堪萨斯州的堪萨斯城（Kansas City）开设了分店。内布拉斯加家具城没有被收购，那是因为它拥有极好的产品；如果它被收购了，那是因为它有极其优秀的管理者。 1996年，巴菲特写下了关于B女士的内容：“她现在已经103岁了，有时候需要用到附在手推车箱子上的氧气面罩。但如果你试图跟上她的脚步，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你或许就需要用到氧气面罩了。”伯克希尔-哈撒韦公司在保持优秀的管理方面所采取的措施是非常有效的，那就是为管理者提供他们满意的激励和奖赏。在内布拉斯加家具城这个案例中，商城所有权的10%是掌握在布朗金家族手中的。

在城市周围散步，你会看到一些经营多年的企业，这或许令你难以置信。除了家具店，你会发现一些餐馆、杂货店、酒吧、面包房、咖啡馆、干洗店、比萨饼店。它们中有些可能大到足以上市。大多数人会忽略了小公司——它们不会被放进《华尔街日报》或者《消费者新闻与商业频道》（CNBC）进行讨论。彼得·林奇讨论了购买业务枯燥但运营良好的公司的重要性：“如果一家公司拥有极好的收益和良好的资产负债表，然而经营的却是非常枯燥的业务，那么它将会给你很多时间以折扣价买到这只股票。”你应该毫不迟疑地与这些企业成为合作伙伴。

威利家具店

内布拉斯加家具城的收购促使巴菲特也收购了另一家成功的家具公司。伯克希尔-哈撒韦公司在1995年收购了拥有5家店面的威利家具店（R. C. Willey）。这家家具店的店铺数量一直稳步增长，到2008年已达15家。内布拉斯加家具城的欧文·布朗金是这次收购案背后最重要的人。关于这次收购，巴菲特是这样写的：“在威利家具店的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购案中，欧文·布朗金经常在威利家具店里闲逛。威利家具店是犹他州的一家长期处于领先地位的家居陈设店。多年来，欧文总是告诉我这家公司的优势。他还告诉比尔·蔡德（Bill Child）——威利家具店的CEO，布朗金家族和伯克希尔-哈撒韦公司的关系十分融洽并且令人愉悦。” 威利家具店的历史也告诉了我们一些与未来成功相关的东西。比尔·蔡德将一个在1954年销量额只有25万美元的小公司打造成了一家拥有2.57亿美元收入的企业。

正如我在第十章所讨论的，巴菲特崇尚独立。在内布拉斯加家具城和威利家具店的案例中，巴菲特表示，与其他行业的CEO一样，这两家公司的管理者都是独立经营公司。这背后的理念是值得反复强调的。如果有能力的管理者获得了独立，在此信念下与他们相处也能够更容易。如果有能力的管理者没有被给予足够的独立空间，那么他们很可能会离开公司。巴菲特写道：“如果我让一个人向我做汇报，而他的能力不行，那我要处理的事情就太多了；但如果公司拥有了我们目前有的这些管理者，那么事情就简单多了。”

事达家具店和约旦家具店

伯克希尔-哈撒韦公司在1997年收购了事达家具店（Star Furniture），内布拉斯加家具城和威利家具店的故事就此继续展开。当巴菲特问威利家具店的CEO谁是家具行业的佼佼者时，他给出的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

名字就是事达家具店，一个拥有5家店面的零售商。几年后，事达家具店上市了，巴菲特似乎很高兴能够收购它。

“与布朗金家族和比尔·蔡德的情形一样，我没有必要去核查租约，制定劳动合同等。我知道我在和一个正直、诚实的人相处，那就涵盖一切了。”当然，除了优秀的管理，巴菲特也看到了发展的机会。自那时起，事达家具店一直稳步发展。 2009年，事达家具店已经拥有10家分店。

优秀管理者的贡献不仅体现在企业较好的盈利能力上，而且可以通过他们的想法推进企业的发展。他们会发出很特别的“声音”，将指导你如何在各自的领域做生意。巴菲特也会听取他们的意见。收购约旦家具店（Jordan’s Furniture）的想法也是来自已经被伯克希尔-哈撒韦公司收购的其他家具店的管理者。巴菲特解释了他为什么会对约旦家具店留下深刻印象：“我不断地问布朗金家族的人、比尔·蔡德以及梅尔文· 沃尔夫（Melvyn Wolff），他们的行业内是否还有像他们那样的人。他们异口同声给出了答案，就是住在新英格兰的戴德迈（Tatelman）兄弟，他们拥有一家非凡的公司——约旦家具店。”

在约旦家具店这个案例中，该公司不仅销售家具，还为顾客提供印象深刻的娱乐体验，名为“娱乐化购物”。家长们去了约旦家具店，发现了一个新的“奥特曼王国”，他们会花一下午的时间陪孩子在这里玩乐。我们会看到一件商品的创新吗？也就是说，约旦家具店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会通过营销创新将顾客的注意力转移到其他商品上去吗？据我们所知，巴菲特不会干预各家子公司的日常管理，但他为子公司提供了一切可能与顾客进行互动的机会。只要管理者能够制定出激励措施从而提高盈利能力，他就会采用这个适合他们的创新；如果不适合，则选择避开。这比要求所有家具店都采取已经令其中一家公司取得成功的措施更有效率。

寇特家具的商业服务

这是伯克希尔-哈撒韦公司家具业的另一个转折。寇特家具（CORT）不是一家与内布拉斯加家具城具有同样经营方式的家具店。寇特家具是美国领先的提供租赁家具、饰品及相关服务的供应商。2000年，寇特家具被伯克希尔-哈撒韦公司的子公司威斯科金融公司花费3.85亿美元收购。 2008年1月，寇特家具同意收购房间服务集团（Roomservice Group）——英国一家类似的小公司。 2008年11月，寇特家具收购了亚伦家具租赁公司（Aaron Rents）的一个部门，并扩大到一些新的市场。寇特家具在过去的8年间发展缓慢（营业收入从2001年的3.95亿美元增加至2008年的4.1亿美元），这个情况可能是由市场情况导致的。

然而，寇特家具做出了承诺，正如查理·芒格写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自寇特家具被威斯科金融公司收购以后，它继续做一些选择性收购。大家都相信，寇特家具现在能够更好地从就业增长和相应的经济扩张中获益……寇特家具居于有利地位……不仅是因为它拥有全美的业务和流动性，也因为伯克希尔-哈撒韦公司的商业信誉增强了许多潜在客户对公司的信任，从而使它获得了竞争优势。

寇特家具的故事告诉我们，不是所有被伯克希尔-哈撒韦公司收购的企业都是快速增长的。但这些被伯克希尔-哈撒韦公司收购的公司都是以长远的角度被管理的。这种缓慢而稳定的增长方式类似于我们在盖可保险公司经营中见到的。寇特家具正在建立它的声誉，未来很可能在占有市场份额方面非常具有竞争力，当经济形势下滑的时候会收购一些弱小的竞争者。这是由于它不需要担心环比季度的利润。低成本、声誉、资金实力都是家具及其他类似行业能够长期成功经营的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

你可能会认为，除了我们在第十章讨论的、类似于珠宝经营的这些公司，消费者并不太在乎企业的声誉。事实并非如此。至少有一个重要的原因让消费者关心一家家具店的声誉。你多久能看到一次家具店因要撤店而降价促销的广告呢？它们几乎无所不在。当一家家具店撤店停业了，消费者往往会失去他们的押金、保修权和退货权。一旦家具店的声誉被停业事件破坏就很难重建了。例如，列维茨家具（Levitz Furniture）三次被归到第十一章的破产案例中：1997年、2005年和2007年。如果公司虽然曾经有过歇业，但后来被声誉良好的公司或十分优秀的管理者经营，那么公司会继续发展壮大。只要有可能，你就可以和那些优秀的管理者（经营过声誉良好的公司）一起进行投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章　　为什么投资公用事业公司

尽管公用事业行业内有很多监管和约束，我们还是有可能在这个领域内做出额外的承诺。如果我们这样做了，那么需要的金额是非常巨大的。

——沃伦·巴菲特

2000年，伯克希尔-哈撒韦公司投资17亿美元收购了作为沃尔特·斯科特（Walter Scott）合作伙伴的中美能源公司。中美能源公司是一家总部位于艾奥瓦州的电力公司，在美国和英国都有业务经营。通过这次收购，伯克希尔-哈撒韦公司拥有了一家较大的公用事业公司，从而进入了一个新的行业。在公用事业部门投资通常被视为低风险，这也是巴菲特在潜在的收购中所寻找的。但除此之外，还有什么能促使巴菲特进入公用事业领域呢？

中美能源公司收购案和其他收购案的相似性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中美能源公司收购案和巴菲特先前在家具业及珠宝零售业的收购案具有一些共同特征。首先，顾客购买的大部分家具和珠宝都是本地公司的，就像他们买电那样。其次，这些行业都可能继续发展壮大，这得益于人口的增长和生活水平的提高。最后，巴菲特再次强调了管理在这次收购中的重要性。关于当时中美能源公司最大的股东——沃尔特·斯科特，以及该公司的CEO——大卫·索科尔，巴菲特写道："如果我只能从美国企业管理者中为公用事业领域挑出两位精英的话，沃尔特·斯科特和大卫·索科尔就是我选的对象。"

为什么巴菲特把焦点集中在管理上呢？回顾伯克希尔-哈撒韦公司投资内布拉斯加家具城的案例，只有少数人能预测到伯克希尔-哈撒韦公司将收购全美各地的家具企业。后来的收购案是在内布拉斯加家具城有效管理的帮助下进行的。类似地，一些珠宝企业被收购也是在最初的博希姆珠宝公司收购案后开始的。同样，伯克希尔-哈撒韦公司也希望能够通过中美能源公司的管理，挑选出后续的收购对象，从而获利。

巴菲特不会像一名纯粹的价值投资者那样买下一家便宜的公司。伯克希尔-哈撒韦公司以每股35.05美元的价格买下了中美能源公司，通过当时的收购，中美能源公司的股价也在急速上涨。相比前10年，中美能源公司的总资产从低于5亿美元增长至超过100亿美元，将近20倍的增长率。营业收入也沿着相同的曲线增长。在收购发生的前两年，中美能源公司股票的平均每股收益为1.74美元，被收购后，市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率达到了20，而长期的标准普尔500指数的平均市盈率也只有16倍左右。同样，其他的度量单位，例如市价与账面价值比率，也并未表明中美能源公司符合传统价值投资的特征。

大多数州的监管机构允许公用事业赚取约10%的股本收益率。中美能源公司被伯克希尔-哈撒韦公司收购后也赚取了相同的收益率。被监管或以其他方式控制的公用事业并没有获得一个较高的股本收益率，而大部分公用事业公司却赚取了一个稳定的收益率。因此，公用事业通常被认为是低风险投资，但其长期的股市回报只略低于工业股票的回报。从我们可以获取的1993—2008年的数据可以看出，包含股息的道琼斯公用事业平均指数（DJUA）每年的复合收益率是7.8%（16年增长了233%），而道琼斯工业平均指数的收益率是8.6%（16年增长了276%）。（在此之前的、包含股息因素的公用事业指数是无法获取的。）总的来说，在我看来，巴菲特投资公用事业行业以赚取合理的收益率，比通过投资中期或长期债券来获得回报略好一些。从长远来看，由于伯克希尔-哈撒韦公司在中美能源公司收购案中得到了优秀的管理者，公用事业公司可能具有盈利的增长机会。最后，随着时间的推移，公用事业会让巴菲特投资一大笔钱，这是伯克希尔-哈撒韦公司日益增长的保险浮动的必备因素。我们来看看巴菲特在中美能源公司收购案中的收购标准。

非价格收购的4个标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“我们以公平的价格购买了拥有优秀管理者和良好增长潜力的公司，我们很愿意比其他投资者等待更长的时间以实现公司的潜力。在公用事业领域，对中美能源公司的投资是正确的。”巴菲特写道。巴菲特提到的除价格以外的4个标准，如下所示：

- 优秀的管理；
- 好公司；
- 良好的增长潜力；
- 耐心。

中美能源公司收购案提供了一个很好的例子来讨论这些标准。

优秀的管理

巴菲特回忆了他如何开始考虑与中美能源公司的协议：“沃尔特随口问我，伯克希尔-哈撒韦公司是否有兴趣对中美能源公司进行巨额投资。从这一刻开始，和沃尔特成为伙伴的想法就深深打动了我……沃尔特用实实在在的金钱去支撑他的信念，这是他的典型做法：他和他的家人都买了很多中美能源公司的股票……沃尔特也将是这家公司的控股股东，我也想不到能有更好的人选担任这一职务。”鉴于这些说明，促使收购后合并成功的关键因素是管理的质量。在中美能源公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司的收购案中，沃尔特·斯科特用自己的资金投资了3亿美元加入到这次收购中，这也表明了他对公司未来发展的十足信心。

识别出优秀的管理并不容易。巴菲特强调的是对成功进行长期的跟踪记录，有时是非常长的记录。他提到过CEO不应该有法定退休年龄，因为只有经验才能使他们变得更好。内布拉斯加家具城的B女士过了100岁却仍然保持着积极、活跃的状态。伯克希尔-哈撒韦公司超过80岁的管理者，还有飞安国际公司的董事长艾伯特·尤斯基和伯克希尔-哈撒韦公司的副主席查理·芒格。正如我前面所讨论的，高素质的管理者也会通过收购来刺激企业的发展，因为他们知道在自己的行业内应该买什么。他们的人力资本不反映在公司的资产负债表上，因此，当巴菲特想买下一家具备良好管理质量的公司时，他愿意支付合理的市盈率。

好公司

巴菲特不说“卓越的公司”，而说“好公司”。一家好公司的定义也是不容易确定的。在我看来，一家好公司是已经给了你满意的投资回报，并且有可能在可预见的将来继续给予你满意的回报。这种情况在中美能源公司收购案中是显而易见的，因为中美能源公司的一大部分都是被监管的。巴菲特也说，公司有较大的准入障碍是值得学习的公司特色。中美能源公司这个案例中，也出现了这种情况，因为公用事业需要巨额的资金来运营发电厂。但巴菲特在收购案中的焦点似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

乎是投资一家具有良好管理质量的公司，然后让其在伯克希尔-哈撒韦公司的全力支持下成为一家优秀的企业。拥有这种管理就能够将好公司转变为卓越的公司。如果它还没有成为一家卓越的公司，投资它所得到的回报仍然能够让你满意；而如果这家公司已经被认定为一家卓越的公司，那么它的股价可能会过高而不会被巴菲特所投资。从另一方面来看，从一家好公司转变为一家卓越的公司的价值增长潜力是巨大的。

如表12-1所示，中美能源公司2008年和2007年的资产收益率（息税前利润/总资产）分别为5.4%和5.5%，平均值为5.45%。如果我们使用了所有的可用数据，那么总的结论是相似的。如果我们只考虑了有形资产（换句话说，我们排除商誉核算），那么平均收益率是6.35%。我也估计了净资产收益率，数据将大致变为8%。忽视商誉核算，净资产收益率大约是13%。由于物业、厂房和设备更换费用的详细数据没有办法获取，所以我猜测的净资产收益率为8%～13%，平均值为10.5%。这个收益率接近监管机构同意公用事业公司赚取的收益率。一家好公司的标志是获得持续的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表12-1 伯克希尔-哈撒韦公司的能源部门（中美能源公司控股）

单位：百万美元

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
物业、厂房、设备以及其他资产，净额	36 290	33 917	30 942	16 037	15 597	14 862	14 177	8 987	8 008
商誉	5 280	5 591	5 548	4 156	4 307	4 306	4 258	3 639	3 673
总资产	41 570	39 508	36 490	20 193	19 904	19 168	18 435	12 626	11 681
总收入	13 971	12 628	10 644	7 279	6 727	6 145	4 968	4 973	4 013
息税前利润	2 203	2 086	1 737	1 698	1 331	1 591	1 253	1 004	616
息税前利润/总资产（%）	5.4	5.5	6.1	8.5	6.8	8.5	8.1	8.3	5.3

像大多数的公用事业公司一样，中美能源公司也有大量的债务。截至2008年年底，中美能源公司的债务达到201亿美元，而其总资产仅有416亿美元，负债几乎占了总资产的一半。这是否违背了巴菲特维持低财务杠杆的理念，使得中美能源公司成为一家不好的企业了呢？一般而言，偏爱低财务杠杆的主要原因是为了避免财务压力。然而，管理优良的公用事业公司能产生稳定的现金流以及拥有大量的资产。这些公司能够通过继续专注于公司业务来避免财务压力。公用事业部门偶尔会陷入麻烦，主要原因是由于公用事业涉及巨大的衍生工具合约，从而出现像安然公司那样的不称职管理所造成的。此外，中美能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

源公司发行的债务是不被伯克希尔-哈撒韦公司控制的。总体而言，中美能源公司的高债务水平似乎并不是问题。

良好的增长潜力和耐心

你可能已经注意到，巴菲特并没有使用“卓越的增长潜力”一词。再一次回到这个问题，如果一家公司具有卓越的增长潜力，那么它的市场价格对于将成为“巴菲特式投资学”的投资对象来说可能过高。从另一方面来看，当一家公司没有增长潜力时，在技术或产品需求方面的微小变化，可能会显著地造成导致公司倒闭的规模不经济，这些公司也不能吸引有才干的员工。巴菲特将对几乎没有增长潜力的公司进行投资称作“香烟屁股”的投资方式。这种投资不提供长期的高收益，就像雪茄烟头也不能让人吸太久。因此，良好的增长潜力是健康收购的一个标准。

在公用事业领域，好公司的增长潜力似乎很有希望，但投资者可能要等待更长的时间才能实现实际的增长。具体来说，新法律将最终允许发电、输电、分配电力这些功能进行分类交易，而这些功能传统上是由公用事业领域在一个单位里实现的。美国的分类交易和英国是相似的，中美能源公司大大得益于其在英国的经验。但这不会很快发生，因为它是一个政治过程。在此期间，伯克希尔-哈撒韦公司将继续赚取合理的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表12-1显示了中美能源公司的总资产超过了8年前总资产的三倍，达到了415.7亿美元。这种增长是如何发生的呢？由此看来，公用事业领域假定低风险的特点只适用于被监管的部门。被公开市场上出售电力和天然气的公司所控制的、不受监管的部门比被监管部门的风险高，这是由财务杠杆的高水平导致的。因此，当企业陷入困境时，收购的机会就出现了。伯克希尔-哈撒韦公司在能源领域的投资机会出现在2001年和2002年，即在安然公司破产案和其他能源公司出现问题之后。伯克希尔-哈撒韦公司从戴纳基公司（Dynegy）手上以19亿美元的价格买下了北方天然气管道公司（Northern Natural Gas Pipeline），并且从威廉姆斯公司（Williams Companies）手中以9.5亿美元买下了另一家天然气管道公司克恩河（Kern River）。2006年，伯克希尔-哈撒韦公司对太平洋公司（PacifiCorp）投资了52亿美元。2006—2008年，中美能源公司在货币严重贬值期间的资金耗费是67亿美元。总体来说，这些公司具有良好的增长潜力。

你可能还没有尝试过投资公用事业赚取高收益。投资公用事业的最佳时机可能是当公用事业公司的账面权益收益率下降，从而对股票价格产生负面影响的时候。这可能发生在煤、天然气和相似产品的投入价格上涨的时候，或是消费需求减少的时候（可能是由经济衰退所致），抑或是利率上升的时候。那时，公用事业将是一个很好的价值投资领域。当然，你应该只投资于发展良好的公司，以防公司无法安然度过经济萧条期，你会失去所有的资金。由于公用事业在长期内会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产生一个合理的净资产收益率，因此，在一个时期内的低收益率可能会在随后的时期迅速恢复至更高的收益率。

小结

伯克希尔-哈撒韦公司的收购案绝大部分都是成功的，可能是因为巴菲特强调管理质量以及合并后保持现行的管理体系。除非你能明确地预见到合并公司后的成功，否则你应该避免投资那些正在收购其他企业的公司。除了价格以外，当你评估收购情况的时候，至少应该问4个问题：公司的管理足够卓越吗？它是一家好公司吗？它有良好的增长潜力吗？收购方是否有耐心？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十三章　　制造业公司，诚信经营带来的高利润

史考特飞兹公司的成功源于其CEO拉尔夫·舒伊（Ralph E. Schey）优秀的管理技能——拉尔夫成功的原因并不复杂。

——沃伦· 巴菲特

史考特飞兹公司自1986年起就成为了伯克希尔-哈撒韦公司的子公司，它在小型工业和消费品领域内广泛生产和销售一些部件，比如，多功能运输车、无刷直流电机、通用电机、金厨牌刀具（Ginsu Knives）、《世界大百科全书》（World Book Encyclopedias）、柯比（Kirby）吸尘器以及专业清洁产品。

在公司被收购之前，拉尔夫·舒伊在销售和管理方面的领导力对史考特飞兹公司的成功来说是至关重要的。 1974年，舒伊加入了史考特飞兹公司。那时，该公司的股价是每股8美元。 10年后，股价上涨到了每股62美元。有一次，企业收购专家依凡·波斯基（Ivan Boesky）表示愿意收购这家公司；还有一次，公司的管理者试图把它私有化。然而，这些努力都失败了，伯克希尔-哈撒韦公司在1986年以每股61美元的价格收购了史考特飞兹公司，总额约为3.15亿美元。前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几年，由拉尔夫·舒伊管理的史考特飞兹公司取得了大幅增长，此后才被伯克希尔-哈撒韦公司收购。舒伊一直管理这家公司，并且为伯克希尔-哈撒韦公司创造了高回报，直到他于2000年退休。

史考特飞兹公司的成功

表13-1显示了史考特飞兹公司被伯克希尔-哈撒韦公司收购后的前9年，史考特飞兹赚取了总额约为5.55亿美元的收入，同时向伯克希尔-哈撒韦公司支付了6.35亿美元的股息。每年的平均股息支付率是伯克希尔-哈撒韦公司初始投资的22%。在这段期间内，收入稳定增长，每年的增长率约为4%， 1994年达到了10亿美元，而利润也保持每年约8%的增长率——这个增长率是非常引人注目的，因为这是由史考特飞兹集团下看似过时的行业内的子公司所创造出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表13-1 史考特飞兹公司的收益及股息

单位：百万美元

			伯克希尔-哈撒韦公司获得的回报占初始投资的比重	
年份	收益	股息	收益率（%）	股息率（%）
1986	40.3	125.0	13	40
1987	48.6	41.0	15	13
1988	58.0	35.0	18	11
1989	58.5	71.5	19	23
1990	61.3	33.5	19	11
1991	61.4	75.0	19	24
1992	70.5	80.0	22	25
1993	77.5	98.0	25	31
1994	79.3	76.0	25	24
总计	555.4	635.0		
平均			20	22

虽然1994年后关于收益和股息的详细数据无法获取，但1996—2002年间关于税前营业利润的数据仍然可以使用。这些数据的分析表明，尽管自1996年以来增长速度放缓，但史考特飞兹公司在被收购后仍旧运营良好。以营业利润的数字为基础，净收益约为每年0.78亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，这个数字也可以转化为基于伯克希尔-哈撒韦公司初始投资的、每年25%的收益率。总的来说，史考特飞兹公司是一个卓越的投资项目，并且它会继续产生高回报。

当很多传统行业的公司不能在竞争中存活或者不能应对盈利下降的情况时，史考特飞兹公司为什么经营得如此出色呢？你对史考特飞兹公司的了解，将帮助你发现其他进行公开交易并且遵循类似原则的公司。

传统的公司通常都会面临盈利下降的现象——因此对于管理者来说，避免将利润对公司进行再投资的诱惑是非常重要的。从根本上来说，管理者需要记住，不要在投资失败后继续砸钱。 1986—1994年，公司的总收益为5.554亿美元，但其中的大多数资金并没有用来对史考特飞兹公司进行再投资。相反，它们以股息的形式被支付给伯克希尔-哈撒韦公司。在所谓的传统行业内，高增长不是标准；内部的增长或良好的收购也并不容易。因此，功劳应归于舒伊和巴菲特，他们并没有为了扩张而扩张。如果你注意到一家公司拥有良好的现金流，但其管理者通过收购其他公司或内部资产增长的方式扩张公司，那么在投资前你需要对其进行仔细调查。

巴菲特是如何实现其旗下管理者都能有杰出表现的？除了选择正确的人，成功的关键可能是精心设计的CEO报酬合约。投资的重点应放在盈利能力而不是忽视资本基础的利润总额。在史考特飞兹公司的案例中，如果现金流再次被投资到公司，舒伊很容易得到更高的盈利水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平。然而如此运作的话，投资收益率将会有所下降，并且对于伯克希尔-哈撒韦公司整体而言，这个投资收益率并不是最优的。

为了避免我们认为史考特飞兹公司的增长被过分强调，我们不应该忘记，巴菲特可以用任何他希望的方式去使用他获得的股息。伯克希尔-哈撒韦公司作为一个整体，它的资本分配工作是掌握在巴菲特手中的。从这个意义上来说，史考特飞兹公司收到的股息增长会发生在另一家公司，给予伯克希尔-哈撒韦公司的股东更高的回报，而这些股东就是史考特飞兹公司最终的所有者。其他一些与伯克希尔-哈撒韦公司子公司类似的简要考察，将在下面为大家介绍。

萧氏工业集团、马尔蒙控股公司以及麦克莱恩公司

伯克希尔-哈撒韦公司其他几家附属公司都来自诚信经营的传统行业。我们可以从巴菲特管理这些附属公司的方式中得到答案。在表13-2中，我介绍了一家子公司的盈利情况，因为这家公司是最近被收购的，其主要数据都是由伯克希尔-哈撒韦公司不同的年报提供并且可用。萧氏工业集团（Shaw Industries Group）是一家拥有领先地位的地毯制造商及经销商，主要生产住宅及商业用途的地毯。伯克希尔-哈撒韦公司在2001年收购了这家公司87.3%的股份， 2002年收购了剩下的12.7%。伯克希尔-哈撒韦公司总计支付了24亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表13-2 萧氏工业集团被收购后的盈利能力和增长情况

单位：百万美元

年份	收入	税前收益	税前收益占收入的比重（%）	年末可辨认资产	税前收益占年末可辨认资产的比重（%）
2001	4 090	298	7.3	1 619	18.4
2002	4 334	424	9.8	1 932	21.9
2003	4 660	436	9.4	1 999	21.8
2004	5 274	466	8.8	2 153	21.6
2005	5 723	485	8.5	2 718	17.8
2006	5 834	594	10.2	2 776	21.4
平均			9.0		20.5

2001—2006年，萧氏工业集团的收入和盈利稳步攀升，但由于2007—2008年的住房市场收缩导致了收入和盈利的下降。（股息数据无法获取。）在住房市场景气期间，萧氏工业集团的产品需求增加，公司的可辨认资产也得到了增长。就伯克希尔-哈撒韦公司24亿美元的投资收益而言， 2002—2008年年均收益的平均水平约为15%，这个数值是考虑到税收的。这当然是一个非常健康的收益，因为从长远来看，对萧氏工业集团的投资应该是比较安全的。我们很难想象地毯市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场会消失，或者一家管理完善、占据优势的公司在很长一段时间内不能保持盈利。

在史考特飞兹公司和萧氏工业集团的案例中，负责公司运营的CEO在公司被收购时没有被替换。史考特飞兹公司的拉尔夫·舒伊以CEO的身份继续管理公司14年，而罗伯特·萧（Robert E. Shaw）也继续以CEO的身份经营公司6年。他俩谁也没有离开公司，只不过换了一个职位继续从事管理，直到他们退休。

2008年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了马尔蒙控股公司（Marmon Holdings） 60%的股份。马尔蒙控股公司是一家包含130 项制造业和服务业的经营业务、有11个不同的业务部门独立经营的公司。其产品范围从螺母、螺栓、电线、电缆到购物车和铁路罐车。未被收购的40%的股份将根据马尔蒙控股公司的收益在未来进行收购。从可使用的限制数据来看，我推测，在有形资产基础上取得10%的经营收益所达到的盈利能力是令人非常满意的。

我也查看了在2003年5月被伯克希尔-哈撒韦公司收购的麦克莱恩公司（Mclane Company）的相似数据。麦克莱恩公司是全美最大的杂货和非食品材料的批发分销商之一，主要与便利店和折扣店合作。伯克希尔-哈撒韦公司初始投资的15亿美元，所获得的税后收益率平均每年约为10%。2008年，税前收益达到2.76亿美元，约为18%的税前收益率或是11%的税后收益率。即使没有伯克希尔-哈撒韦公司额外的投资，机遇仍然是它的收益，会随着时间而增长。麦克莱恩公司拥有增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长潜力的一个原因是，当麦克莱恩公司曾是沃尔玛公司的子公司时，它并没有被沃尔玛的竞争者当作一个独立的分销商。那时，许多潜在客户不会从麦克莱恩公司购买商品。然而，作为伯克希尔-哈撒韦公司的一部分，它不会存在增长的阻碍。总体而言，如果一家公司运营良好，那么即使是传统行业的企业，其盈利能力也不会低。事实上，巴菲特的成功可能部分源于一个事实：他旗下的管理者在管理那些传统行业的公司时表现得十分出色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

传统行业的公司成功的背后最主要因素是公司拥有有能力的CEO，他们可以在各自的领域内首先取得成功。巴菲特写过一段话，来称赞萧氏工业集团的CEO：“他就是一个活在艰难的、具有竞争性的行业内、从绝对的低潮中崛起的人，能够建立起一家总资产为50亿美元的公司。这样的人就是我想要的合作伙伴。”对于一名有意向进行投资并且在公司选择上徘徊许久的投资者来说，你应该给予管理质量更多的重视。为了评价管理的质量，萧氏工业集团的CEO罗伯特·萧说：“投资者可以看看我们过往的业绩记录，投资或不投资，就这么简单。”因此，一切都归结为业绩记录；发现那些拥有长期良好业绩记录的CEO们，你的投资就成功了一大半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五部分　风险、多元化以及卖出股票的时机

沃伦·巴菲特关于投资普通股风险的理论，明显不同于大多数商学院所教授的理论。他对多元化以及卖出时机的见解非常深刻，即使以前你从其他角度研究过这些主题，现在，这些也是值得我们花时间去思考的。第十四章至第十七章所关注的就是风险、多元化以及卖出股票的时机这三个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十四章　风险和波动性：如何从盈利的角度来思考

我们用词典中的术语来定义风险，即“损失或伤害的可能性”。

——沃伦· 巴菲特

请想一想“风险”到底是指什么呢？为了理解这个术语，我们首先来看一些例子。美国短期国库券和长期国债被认为是全世界风险最小的证券，因为美国政府为它们担保。这里的风险特指违约风险和下跌风险。顺着这个思路，我们可以看到，公司债券比美国长期国债风险大，普通股比公司债券风险大，期权比普通股风险大。然而，当学者们提到普通股比公司债券风险大的时候，他们通常是指普通股的贝塔值比较大。简单地说，贝塔衡量的是股票收益如何与市场收益相关：相关性越大，贝塔值越高；同时，随着相关性的逐步上升，所有股票的平均贝塔值趋近于1.0。然而，大多数研究发现，贝塔并不是一个能够有效预测普通股收益的指标，特别是当我们衡量个股的时候，所以，学者们正在试图构建更好的风险指标。同时，作为个人投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者，你在选择个股时最好忽略贝塔，而且要小心辨别下跌风险和上升潜力。至少，你应该对“风险”的含义有一个清晰和理性的认识。

模糊地认识风险是一件可怕的事。想想那个著名的橘郡破产的案例吧——1994年，加利福尼亚州橘郡的损失超过了15亿美元。州政府和当地政府通常被认为是最谨慎的一类投资者，但橘郡为何还蒙受巨额损失呢？在这个案例中，答案在于他们错误地理解了衍生证券存在的风险，即看涨期权、看跌期权、期货合约中隐含的风险。在一些行政管理者眼中，这些衍生证券不但能降低风险还能增加收益。然而，它们恰恰起了相反的作用。如果橘郡的行政管理者们透彻地了解了风险，他们原本可以帮助橘郡规避如此巨大的损失；如果他们追问过这些衍生品造成损失的可能性和潜在风险（下跌风险），他们也可能会做出更明智的决定。看到这些惨痛的教训后，我想当你投资时，你应该经常问自己：风险到底是指什么呢？你的投资包含的风险有多大呢？

风险和收益：持有期限

沃伦·巴菲特给我们的建议是，如果可以预见到长期盈利的存在，那么季度收益和年度收益并不十分重要。短期收益的波动性不应该是衡量风险的主要指标，更重要的指标应该是投资期限结束时所获得的收益。假设你将1 000美元投资于30年期的国债，每年得到5%的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益，那么你每年可以获得50美元的利息， 30年后拿回1 000美元的本金。但是， 30年债券的市场价格可能根据市场利率的变化逐月改变，在短期内出现显著的波动。如果你的投资期限是30年，你是否该将债券价格的月度波动性定义为风险呢？答案是否定的。只要利息是按照名义美元支付的，这项投资就是无风险的。我们换个角度来看这个问题，假设一名投资者的投资期限为一年，同样考虑投资期限为30年的债券投资。如果利率上升，那么这名投资者将损失惨重，因为长期债券的价格将伴随着利率的上升而下降。事实上，在2009年年初，当利率上升了大约15%时， 30年期的长期国债价格下跌了20%。

我们继续来讨论股票和收益波动性。假设一家保险公司在佛罗里达州发行了大量的飓风保险。或许你已经想到了伯克希尔-哈撒韦公司，这家公司通常在佛罗里达州没有被重大飓风袭击的年份显示出较高的收益。因为股票市场通常关注的是短期表现，所以如果这家公司的股票在那些年份有比较高的收益也不需要惊讶。但是，在佛罗里达州被重大飓风袭击的年份，利润会下降，股票价格也可能因此而剧烈下挫。巴菲特写道：“然而，伯克希尔-哈撒韦公司的管理层乐意接受报告中提示的风险，因为这将提供一个合理的长期盈利前景。”投资者如果明白，一次性事件并不会影响公司长期风险面的道理，他就会在一家优秀的保险公司股价下跌时投资更多的钱。

以上讨论给我们的主要启示是：持有期限的长度和风险是相互作用的，特别是在你认为风险是下跌风险时。这个结论同样适用于债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和股票：如果各个期间的股票收益在数据上相互独立，那么期限的长度就显得不再重要了。然而，丰富的证据证明了，股票长期的波动性比短期要小。因此，对投资者来说，投资期限的长短应该是一个值得考虑的重要因素。

波动性带来机会

把波动性当作风险的投资者会主动回避反复无常的股票。事实上，巴菲特建议我们进行相反的操作：“一名真正的投资者乐于接受波动性。”举个例子，考虑一下波动性和企业大小。小公司通常比大公司波动性大，可能是因为较少的买卖订单就能够引起小公司股票价格的极大变化。但是小公司并不一定存在基本面风险，尤其是当你对要投资的公司了解颇深的时候。小公司往往比大公司有更多的机会，巴菲特曾明确地表示，如果让他掌管少量资金，他能获得更高的收益。

伯克希尔-哈撒韦公司有一个巨大的投资组合，所以巴菲特约束自己必须投资大公司。但是，如果你紧密追踪某些行业，那么你就不应该忽略小公司。波动性增加并不意味着风险增加，因为很多可以导致波动的因素与风险无关。耶鲁大学教授罗伯特· 席勒（Robert Shiller）一直主张股市波动性太大，因而很难用理性理论解释其中的现象。他总结道：“价格变化很大是因为投资者的想法变幻莫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

测。”一家公司的股价通常在公布盈利公告后波动得更厉害；在股票分拆后，因为每股价格下降，也会如此。波动性增加并不必然导致股票的风险增加。当美联储宣布调整利率，或当其他宏观数据公布时，波动性也会增加。但大多数公司的基本面并没有受到这些新闻事件的影响，所以当由于市场波动导致“市场先生”愿意以更低的价格卖出股票的时候，你应该抓住时机大量买进你看好的股票。 1974年12月，道琼斯工业平均指数在下跌40%后跌破600点，当福布斯问巴菲特他如何预测此时的股票市场时，巴菲特回复道：“这个情况就好像一个欲望过剩的小子在后宫里一样。是时候开始投资啦。”

1987年市场急剧下跌带来的机会

股票价格急剧下跌有很多潜在原因。除非你对下跌的原因胸有成竹，否则就不该盲目增加股票投资金额，因为它们的价格已经下降了，而仔细寻找原因能防止你空手接白刃。 1989年10月19日，道琼斯工业平均指数下跌20%通常被认为是“投资组合保险策略”带来的后果，这个效应迫使许多机构投资者在价格下跌的时候卖掉他们持有的一部分股票，反过来又进一步导致股票价格下跌。这种现象合理吗？一个对基本面的详细审查也许可以提供令人满意的答案。

股票价格从1982年中期就已经开始稳步回升。 1987年8月，道琼斯工业指数从不到800点飙升至一个新高——2 772点， 5年间累计增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长了240%。当预测市场不太可能的时候，长期债券的利率在一个月内从7.5%提高到10%，使得许多投资者感到更加不确定。在这期间，市盈率从1982年的低谷10倍左右增长到22倍，并在此附近徘徊。总体来说，利率和市盈率负相关——它们反方向变化。然而此时，市盈率却随着利率的增加而增长，直到有一天，价格毫无预兆地下跌了。

尽管你无法预测到1987年10月的下跌行情，但当股票价格跌至合理的价位以下时，你就可以开始积极地投资了。我们可以在认识到市场已经准备好接受再投资后，再做事后诸葛亮，但历史告诉我们，当价格急速下跌时，以较低的价格找到一家好的企业或者股票的概率大大增加。 1987年，市场开始自我校正，紧接着巴菲特在1988年大量买进可口可乐公司的股票。尽管在这个案例中，股票市场只用了不到两年的时间进行恢复，但是市场恢复的时间很可能会更长。正如我们无法预测崩盘即将到来一样，我们也无法轻松地预见市场是否能够快速恢复。

1973—1974年以及2008—2009年的缓慢下跌

1973—1974年，股票价格缓慢下跌，道琼斯工业平均指数从1973年的最高点1 075点跌至1974年的最低点577点——下跌了大约45%。如果用百分比来衡量，那么1973—1974年的下跌比1987年还要剧烈。这是什么原因呢？在不同的阶段，我们能够预见投资机会是否已经到来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了吗？ 1974年12月，巴菲特提醒我们，开始投资的时刻已经到了。我们又一次成了事后诸葛亮，这才发现1974年的确是一个投资的好时机。但是，大多数投资者却错过了。 1973年年末的市盈率已经达到了比较合理的数值：12。你怎么会事先知道，如果再等一年，直到市盈率跌到7 的新低是值得的呢？当然，完美地计算市场时机如同水中捞月，尤其困难的是，知道股票价格何时会触底回升。一个又一个的熊市给我们的主要启示是：不可能创造一个笼统的理论来解释熊市发生的原因，因为每一次下跌都有各自不同的起因。 1973—1974年的下跌主要是因为同时发生了经济衰退和通货膨胀率上升，而1973年年底的阿拉伯原油贸易禁令也没有起效。尽管1973年股票价格跌幅很大，但衰退仅仅维持了很短的一段时间。

当全世界都畏惧投资股票市场的时候，巴菲特却在股市刚刚下跌时向《华盛顿邮报》投资了1 060万美元，在当时这相当于伯克希尔-哈撒韦公司21%的非附属企业的普通股投资。巴菲特写道：“我们在1973年中期以不到公司每股价值1/4 的价格买到了现在所持有的全部股票。”此后，《华盛顿邮报》的股价又持续下跌了一年。这说明正好在股票价格最低点介入是不太可能做到的。直到1974年中期，乐观情绪最终取代了衰退，原油贸易禁令解除，美联储将联邦储备利率从8%降低至7.75%，之后又经历了一连串降息，股票价格终于反弹了。

2009年，也就是写这本书的时候，道琼斯工业平均指数从18个月前的最高点超过14 000点跌至最低点7 500点。美国、欧洲和日本陷入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了严重的经济衰退，中国、印度的增长速度大幅减缓。本次衰退与1973—1974年的衰退的主要差别在于，通货膨胀率没有上升而且利率很低。道琼斯工业平均指数在2009年12月重回10 000点，你能确定这是一个不错的买入时机吗？我想没人能够确定。我个人在先前买了一些股票，现在仍在慢慢加仓，但我并不认为我们会马上看到道琼斯工业平均指数重回14 000点。但是如果你的投资期限是10年，那么在道琼斯工业平均指数位于10 000点的时候买入看好的股票的确是一个不错的选择。在2008年第三季度和2009年第四季度之间，伯克希尔-哈撒韦公司将1.8亿美元投资于各种心仪的股票和债券，包括高盛集团、通用电气公司、箭牌公司、陶氏化学公司（Dow Chemical）和瑞士再保险公司（Swiss Re）。另外，在2009年11月，伯克希尔-哈撒韦公司又宣布收购伯灵顿北方圣达菲公司，这是它有史以来最大的收购计划。这些投资看起来在某种程度上受到了市场衰退的影响。

了解更多关于下跌风险的事

规避金融风暴的最好方法是对下跌风险有充分的认识。如果可能的话，你应该完全回避那些蕴藏着较大下跌风险的股票。下跌风险不仅仅是债券的违约风险和股票的破产风险，还应该包括因为公司逆向发展导致股票市价大幅缩水的风险。举例来说，一家公司的不动产抵押证券的价格可能会因为房屋坍塌受到巨大的负面影响；而当购房价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格上升的时候，公司的股票价格也随之上升，它们看起来好像是不错的买入选择，但与此同时，下跌风险也上升了。另一个例子是，考虑溢价购买股票。股市下跌可能导致追加保证金，可能需要在买入更合理的时刻卖掉持有的证券。因此，一名充分考虑下跌风险的投资者更愿意回避保证金投资和长远的灾难。

大的公众公司不会经常违约，但偶尔也会。一些大公司一夜之间破产，例如，安然公司和世通公司，导致股东损失了全部投资。 2007年年初，贝尔斯登的股票价格是每股150美元，但一年后，该公司却被摩根大通（J. P. Morgan）以每股10美元的价格收购了。作为一名投资者，你应该考虑到这些。总的来说，你应该在投资那些高杠杆的公司时特别小心，至少应该把它们的财务杠杆和同行业进行比较，避免把自己的大部分财富投入到高杠杆的公司上。

前面我们讨论过，通货膨胀的风险甚至在美国这样的国家也会很严重。而通货膨胀带来的问题并非它本身，而在于给那些没有为购买力严重下降和职位削减做好准备的人带来无法预见的苦难。巴菲特说：“我们认为，一名投资者必须衡量的真正风险是，一项投资在他预期的投资期限内带来的全部税后收入（包括那些廉价收购的投资），是否至少等于他最初的购买力加上最初股份的适当利息。”

为了规避通货膨胀的风险，你可以投资通货膨胀保值债券，也称为TIPS。毕竟，你不可能为了高收益去投资国库券。此外，你可以通过持有房地产来规避通货膨胀风险。举个例子，拥有自己的房子是明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

智的。如果你有房贷，固定利率的房贷是比较好的，因为它可以帮你避免浮动利率导致的措手不及。我认为你最好尽可能快地还完房贷，因为这样的话，即使失业了，你也能心安理得地拥有自己的房子，生活费用里也不用包含房贷。如果可能的话，你可以购买其他不动产，比如，一些耕地。当你真的走投无路的时候，你可以住在那里，还能种点吃的。最后，你应该忽略货币市场的那些短期投资，因为它们的流动性很强，而且收益率随着通货膨胀率的上升而调整。总之，当市场情况不错的时候，人们总是忘记了“安全第一”和“现金为王”是很重要的规则。既然伯克希尔-哈撒韦公司常年都保持着高流动性和低财务杠杆，难道你不应该也这样做吗？

另一个下跌风险是美元价值的下跌。美元对其他货币的价值可能下跌，如果你出国，你的购买力就会受到影响，同样价值的本币兑换到的外币能买到的东西就少了。在某种程度上，你可以通过持有其他币种来防范风险。在这种情况下，人民币和欧元就是符合逻辑的选择。在此，我们有必要总结一下巴菲特对风险的看法，他写道：

> 即使这些（持有股票的）风险无法被精确测量，然而在一些情况下，还是可以在一定程度上进行准确的判断。评估的几个主要因素如下：
>
> - 企业可被评估的长期经济特征的确定性；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 管理可被评估的确定性，包括评估充分开发潜力的能力和明智地管理现金流的能力；
- 管理层会将报酬让渡给股东，而不是只保留给企业自身；
- 企业的买入价；
- 面临的税收和通货膨胀程度，和由此引起的投资者总收益购买力降低的程度。

这些因素会像不堪忍受的噪声那样打击分析师，因为我们至今没有找到将它们从数据中剥离的办法。但准确测量的困难并非不可逾越，同时也不能否定它们的重要性。就像最高法院法官波特·斯图尔特（Potter Stewart）认为，不能在无法证明的情况下，构想一个测试来证明猥亵一样——“当我看到它，就会认出它”，投资者可以用一种不确定但有效的方法“看见”特定投资的内在风险，而不用引用复杂的方程式或冗长的股价历史记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

当你认为投资一家公司包含了巨大的下跌风险时，即使收益率特别高，你也应该提高警惕。一家公司资产负债表上的高杠杆暗示着这家公司具有较高的下跌风险。此外，一个大量举借外债的国家也是不安全的：比如俄罗斯1998年曾在债务上违约。如果你当时已经投资了俄罗斯的债券，你就损失惨重了。特别是当时最大的对冲基金——长期资本管理公司（Long Term Capital Management）因为俄罗斯的违约蒙受了上百万美元的损失，并且一度濒临破产。

即使像俄罗斯这样的大国也会陷入困境，所以你不该认为哪家公司会“大到不会破产”。你要通过去除或严格控制投资中的高风险公司来避免市场波动导致的巨大损失。不过，市场波动会使优质公司的股票在短期内下跌，给你创造买入的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十五章　　流动性带来机遇：为什么要持有现金

记住，可转换优先股的大部分价值来源于它们的固定收益特征。那就意味着，这类证券拥有的价值不可能小于不可转换的优先股，甚至还可能大于它，这是因为转换期权的存在。

——沃伦· 巴菲特

为了保证本金并抓住以后更加有利可图的投资机会，巴菲特以现金、短期政府债券和优先股的形式持有着伯克希尔-哈撒韦公司总资产的相当大一部分资产。即使处于不利的市场环境中，这些资产基本可以保护本金的价值不受损害。 2008年年底，伯克希尔-哈撒韦公司共持有240亿美元的现金或者现金等价物，相当于这家公司保险业务总资产的12%。另外，它拥有价值270亿美元的定期证券，其中约一半是政府债券。

流动性和机遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了安全因素，伯克希尔-哈撒韦公司至少还有其他两个理由大量持有现金和短期证券。这样做的第一个好处是，一旦有好的投资机会，伯克希尔-哈撒韦公司可以立刻拿出大量现金进行投资。 2002年，公司就遇到了一个绝佳的投资机会。当时戴纳基公司想要把自己拥有27 000公里管道的北方天然气管道公司，以9 280万美元的价格卖给伯克希尔-哈撒韦公司。这是一个打了很大折扣的价格，因为几个月前，戴纳基公司花了整整15亿美元才买到这家公司。其他类似的例子还有很多。比如2006年的时候，伯克希尔-哈撒韦公司花了4亿美元收购伊斯卡公司（Iscar）80%的股权，甚至不用找任何银行借款就买下了。显然，这是一个投资的大好机会，所以就没有再维持大量现金流的必要了；然而，现金应该经常被握在手里，因为好的投资机会十分稀缺。除非机会非常诱人，否则你一定不会乐意把现金拿去投资。

2008年，伯克希尔-哈撒韦公司的现金和现金等价物从370亿美元下降到240亿美元，减少的这部分资金用于投资箭牌公司、高盛集团以及通用电气公司的优先股。如果不是拥有充足的、可以随拿随用的流动性资产，伯克希尔-哈撒韦公司无法成功地完成这些投资。另一个出现在2008年的机遇是，当时美国联合能源公司（Constellation Energy）面临破产。伯克希尔-哈撒韦公司可以立刻投资10亿美元，并在接下来的几天内报价竞标。这样一来，它就能以47亿美元的价格收购这家公司。这桩买卖最后以这类交易司空见惯的方式——协议终止，戛然而止。随后，美国联合能源公司收到一个更高的报价，而伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克希尔-哈撒韦公司也没有继续参与这场竞争。然而，最初10亿美元的投资和协议终止费却给公司带来了11亿美元的利润。

第二个保持流动性的原因是为了吸引更好的回报——能带来更高利润的客户。伯克希尔-哈撒韦公司有能力收取比其他保险公司更高的佣金，是因为它可以更从容不迫地支付大额保险索赔。在保险行业中，巴菲特喜欢把伯克希尔-哈撒韦公司和拥有巨大黄金储备的诺克斯堡做比较。甚至没有人相信，伯克希尔-哈撒韦公司可能会因为大额保险索赔而产生流动性问题。事实的确如此，伯克希尔-哈撒韦公司在2001年为“9·11”恐怖袭击世贸中心事件支付了15亿美元的赔款，在2005年为卡特里娜飓风灾难以及其他损失支付了35亿美元的赔款。实际上，这一连串事件的结果是伯克希尔-哈撒韦公司几乎已经成为投保人首选的保险公司，而它似乎也没有因为这些索赔而产生任何损失。摩根士丹利（Morgan Stanley）估计，单单增加佣金这一项就可以完全弥补世贸中心恐怖袭击带来的损失。这就是流动性的强大威力。

这些保持流动性资产的理由也适用于普通投资者。首先，如果股市严重下跌，同时你发现了一些绝佳的投资机会，你该怎么做呢？你当然应该买下那些股票。然而，如果你一直满仓操作，把所有钱都投进了股市，既没有现金也没有任何现金等价物能用来投资，你就只能与这些好机会失之交臂了。其次，如果遇到紧急情况需要现金来应付，你又该怎么办呢？因此，我们再一次发现，还是在手头留一些现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金比较好，那样你就不需要以不利的价格卖掉持有的股票来弥补意外的损失了。

伯克希尔-哈撒韦公司的可转换投资

可转换债券和可转换优先股与提供先租再买服务的商铺非常类似，你可以先租用那些家具或者设备，如果你愿意也可以把它们买下来。因为可转换债券和可转换优先股可以转换为普通股，所以当股票价格上升的时候，它们的表现会非常出色。即使是股价下跌，本金和利息支付也基本有保障。通俗地说，这就好像你吃蛋糕一样，当你吃着一块的时候，中途你也可以偶尔尝尝另一块。

伯克希尔-哈撒韦公司投资可转换优先股的最佳例子包括吉列公司价值6 000万美元的投资、所罗门兄弟公司价值7 000万美元的投资、冠军国际公司3 000万美元的投资和全美航空（U.S. Airways）价值3 580万美元的投资。显而易见，如果巴菲特百分之百确定普通股会大幅上涨，他早就把这部分资金投资普通股而不是可转换优先股了。吉列公司的可转换优先股投资获得了出色的回报，而其他投资的收益情况则参差不齐。

可转换优先股以预设股利支付率向投资者支付股利，规则与债券类似。举个例子，伯克希尔-哈撒韦公司在1989年购买了股利支付率为8.75%的吉列公司的可转换优先股。接收股利而不是利息的好处在于，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一半以上由一家公司从另一家公司那里分到的股利不需要缴税。所以，当发行人不是非常优质的公司时，购买公司的优先股比购买债券更加明智。

就在伯克希尔-哈撒韦公司1989年投资了3.58亿美元之后，全美航空公司陷入困境，并在接下来的5年里出现了巨额损失。最后，全美航空公司在1994年宣布推迟股利支付的决定。根据这些以及其他信息，伯克希尔-哈撒韦公司认为，这项初始投资的公允价值已经下降了75%，因此，原本价值3.58亿美元的投资这时仅剩下8 950万美元的价值。幸运的是，全美航空公司后来的运营情况出现了翻天覆地的变化，伯克希尔-哈撒韦公司最终收回了其初始投资。

在所罗门兄弟公司的案例中，伯克希尔-哈撒韦公司可以选择得到1 400万美元的现金支付，或者收到价格为每股38美元的普通股。1995年，巴菲特决定选择1 400万美元的现金，因为当部分优先股投资到期时，所罗门兄弟公司的股价低于每股38美元。如果最初投资的全部是普通股，那么分红将大大减少，伯克希尔-哈撒韦公司也可能被价格下降的普通股“套牢”。

1989年，伯克希尔-哈撒韦公司认购了吉列公司的优先股。它以救星的姿态出现，回应了罗纳德·佩雷尔曼（Ronald O. Perelman）的收购行动。这种在充当白马骑士的同时还能保证收益的机会只眷顾那些长期保持流动性的人。从1991年开始，吉列公司每年产生14%的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率（不包括股息），直到2005年它被宝洁公司收购。而标准普尔500指数同期的年化收益率只略微超过7%。

伯克希尔-哈撒韦公司的近期投资： 箭牌公司、高盛集团、通用电气公司、瑞士再保险公司和陶氏化学公司

2008年，伯克希尔-哈撒韦公司认购了箭牌公司本金价值为44亿美元的次级票据， 2018年到期，利率为11.45%。这虽然是直接债务，但利率很高，因为当时的信贷市场动荡不安。此外，伯克希尔-哈撒韦公司还认购了价值为21亿美元、股利支付率为每年5%的优先股，赎回金额根据箭牌公司日后的盈利来计算。这样一来，如果箭牌公司的业绩出色，伯克希尔-哈撒韦公司就能在保证本金的前提下分享股价上涨的好处。巴菲特继续遵循他的投资原则，如他自己所说：“当你考虑一家容易弄明白、有着长期经济利好、既出色又值得信任的企业时，你应该想到箭牌公司。”

伯克希尔-哈撒韦公司还以50亿美元的总价认购了高盛集团10%的累积优先股，以30亿美元认购了通用电气公司的优先股。又一次，这些投资被加上了可转换的特征，直到2013年到期。在投资高盛集团的案例中，如果股价上涨超过了每股115美元，伯克希尔-哈撒韦公司就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会执行手中的期权——也就是说，每股超过115美元中的每一美元，都将为公司带来4 300万美元的总收益。在投资通用电气公司的案例中，伯克希尔-哈撒韦公司将从每股超过22.25美元的每一美元中得到1.35亿美元的总收益。 2009年的3月和4月，伯克希尔-哈撒韦公司又用60亿美元投资了瑞士再保险公司和陶氏化学公司的可转换优先股。

我们可以从巴菲特近期的交易中得到的重要启示是，当一家公司的股票价格大幅波动或者你对它未来的成长不是很有把握的时候，或许值得考虑那些能够保证本金的投资方式。你不必照着巴菲特的做法依样画葫芦，但是只要你保持流动性、十足的耐心和谨慎，机遇就会不请自来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

不要一旦手头有可以用来投资的现金就急着把钱全部投进股市。请耐心等待不同寻常的投资机会到来。持有现金或现金等价物并不仅仅是为了安全，它还能保证你在那些机会靠近的时候迅速抓住它们。从这个角度来说，持有现金或者投资流动性强、风险低的证券，在长期将被证明是高收益的投资选择。在某些情况下，只要你采取与巴菲特同样的方式对待你选择的那些企业，投资可转换优先股和可转换债券会对你有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十六章　　多元化：你到底该持有几个篮子

不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。

——谚语

在投资的时候，你到底该持有几个篮子呢？首先，我们先来了解一下多元化的概念。多元化是我们经常挂在嘴边的经典投资理念之一。这个理念其实特别通俗易懂，就像那句谚语所说的："不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。"更值得思考的一个问题是："你到底该持有几个篮子呢？你怎么决定每个篮子里该放几个鸡蛋呢？"我们在生活中的每时每刻都在不经意间运用着多元化的基本思想。当出门旅游的时候，我们通常会准备一大包衣服，确保无论出现什么天气都有合适的衣服穿，因为我们无法准确预测明天的天气情况。我们学习各种语言，以便与那些和我们使用不同语言的人进行交流。我们学习各种各样的技能来为养家糊口做准备。因为一个学识渊博、阅历丰富的人，往往能更好地面对人生的起起伏伏。

渊博的学识使我们在理解他人的观点上显得游刃有余，能够做出更加明智的决定。我们掌握的技能越丰富，对未知的生活所做的准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就越充分。我们运用多元化来保护自己免受不确定或不如意环境的影响。因此，你也应该用同样的行动来捍卫自己的财富。

多元化

假设一家公司有两家分店，一家经营高级服装，另一家销售打折商品。高级服装的边际利润——多卖一件衣服产生的利润，通常比较大。当经济繁荣发展的时候，高级服装店产生的利润比较高，这不仅是因为边际利润高，而且也因为这种经济形势的销售量很大。相反，当经济陷入衰退的时候，高级服装店可能就变成了一个负担。但不要忘记，这家公司还拥有一家折扣店，折扣店在经济衰退时却表现不俗。折扣店获得的这部分利润在经济衰退中扮演了缓冲物的角色。我们可以看到，如果这家公司没有采取多元化的策略，它将会遭受巨额损失，甚至对公司的根基造成永久的损伤。

投资一只股票从本质上来说就是投资一家公司。如果你买了阿贝克隆比 & 费奇公司（Abercrombie & Fitch）的股票，那么你的财富和命运就和这家公司的时尚产品是否成功捆在了一起。但是，如果你同时持有沃尔玛公司的股票，在某种程度上，你就能够免受那些习惯古怪、热衷于时尚、爱在阿贝克隆比& 费奇购物的青少年所带来的影响。多元化的第一步就是要持有多于一只的股票。也就是说，除了持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有阿贝克隆比 & 费奇和沃尔玛的股票，如果你还持有英特尔或者IBM的股票，那么你在多元化上就更进一步了。

多元化的基本目标是在突发事件中保护你的投资。多元化对投资来说就好像我们在日常生活中买保险一样。当你没有进行多元化投资，而是把全部资金集中投资于一两家表现抢眼的公司时，只要其中一家面临没有预见的困难时，你就很有可能损失惨重。相反，如果你多元化地投资10家出色的公司，即使其中几家公司的表现不尽如人意，你还是有可能收获不错的结果。从另一方面来说，如果你的投资多元化的程度很高，那么你可能获得和市场收益水平相当的回报。那么，让我们再次思考这个问题：你应该投资多少只股票呢？在我们试图回答这个问题之前，先来看一看巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司是怎样做的吧。

伯克希尔-哈撒韦公司的多元化程度如何

2008年年末，在伯克希尔-哈撒韦公司2 670亿美元的总资产中，有550亿美元用于投资各类公司的普通股。其中，最大的一笔投资购买了可口可乐公司价值高达91亿美元的股票。其他的大手笔投资包括富国银行（90亿美元）、宝洁公司（58亿美元）、康菲石油公司（ConocoPhillips， 44亿美元）以及美国运通公司（28亿美元）。由此可见，伯克希尔-哈撒韦公司的股票投资仅仅集中在少数几家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们至少应该在两个层面上认识多元化：首先，从公司总资产的层面出发；其次，从低一些的层面来看，比如公司的股票组合。在伯克希尔-哈撒韦公司2 670亿美元的总资产中，只有550亿美元或者说21%的总资产用来投资普通股。这说明，公司持有的股票投资表现出了相当高的集中性，同时也做到了很好的多元化。特别是前文提到的、持有量最大的5只股票，它们虽然占据了伯克希尔-哈撒韦公司超过50%的股票投资，但只占了总资产的11%。这样看来，这些貌似集中的股票投资实际上并没有那么集中，整个伯克希尔-哈撒韦公司的投资还是相当多元化的。

1989—1999年，巴菲特大规模投资可口可乐公司。 1999年年末，巴菲特持有的可口可乐公司的股票账面价值高达17亿美元，相当于伯克希尔-哈撒韦公司当时的总资产95亿美元的18%。巴菲特大举投资可口可乐公司是因为他对这家公司的前景深信不疑。 10年后，也就是1999年年底，他在可口可乐公司投资的账面价值已经达到了117亿美元。而在2008年，伯克希尔-哈撒韦公司花了相对较少的一笔钱——2.24亿美元用于投资两家爱尔兰公司，然而它们的股票价格却在一年之内下跌了89%。这其中的主要原理就是：如果你对哪只股票日后的表现没有信心，那就减少在这只股票上的投资。

你该持有多少只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，如果你已经持有了房产、债券这类资产，那么，你就不必太担心持有股票组合的多元化程度。我的意见是，如果你的普通股组合在你的资产净值中所占比例不到50%，那你就没有必要持有15只以上的股票。因为如果你还有一份全职工作，你很难时刻关注如此多的股票。其次，你很了解某只股票，而且非常看好它，你就应该让它在你的股票组合中占据更多的份额。换句话说，你应该将持有的股票集中在那些你最看好的公司上。

巴菲特研究的公司以及它们的股票数量惊人，但只有16家公司出现在了伯克希尔-哈撒韦公司2008年的年报上。这可能是因为挖掘出任何一家杰出的公司都非常不容易，更不用说找出很多家这样的公司。道琼斯工业平均指数是以30只股票为基础编制的，但它计算收益率的方法和标准普尔指数一样，包含了500只成分股。几十年来，各种学术研究已表明，在投资组合中持有20～30只股票就可以获得绝大部分由多元化带来的好处。这些证据在这短短几十年来耳熟能详，并且在各种教科书中被广泛讨论。图16-1表明，在你的投资组合中，你一旦已经持有了20～30只股票，那么继续加入更多的股票对降低投资组合的波动性所做出的贡献就很小了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

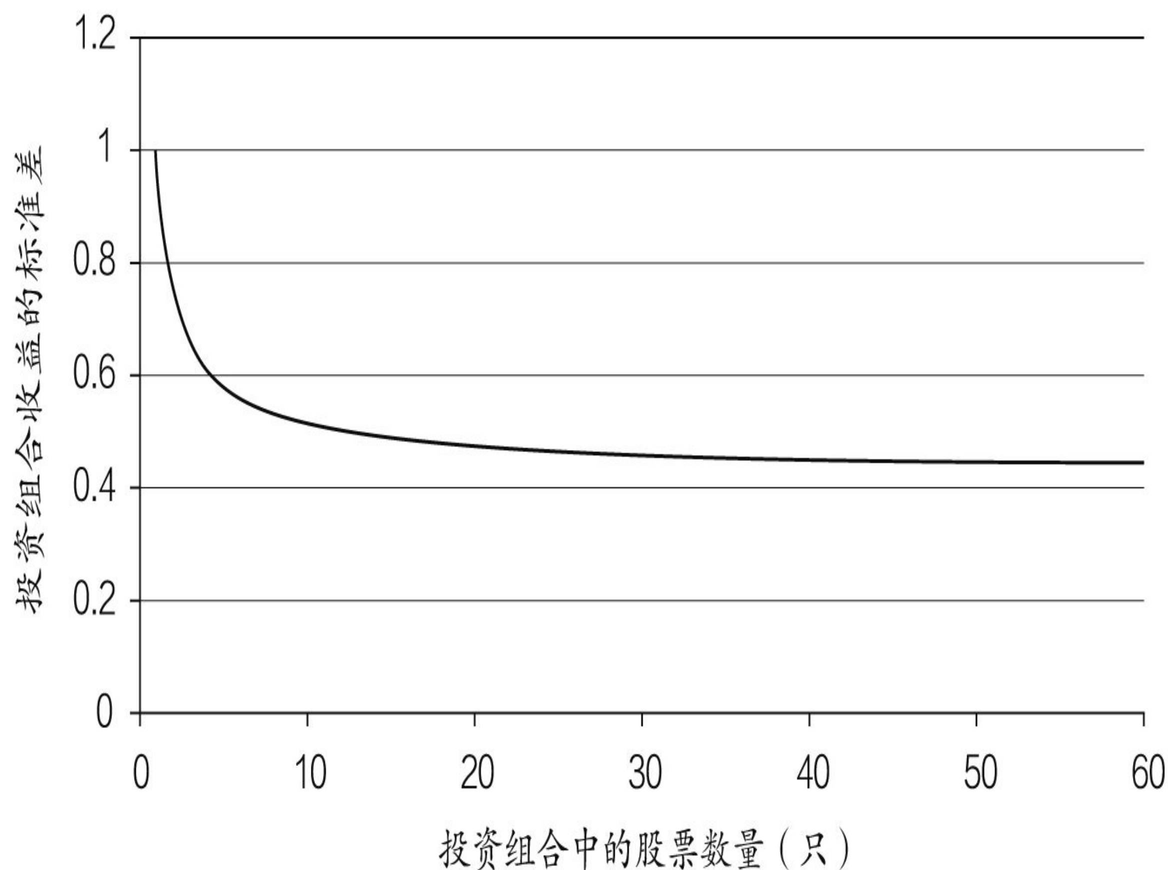


图 16-1　投资组合收益标准差和投资组合中股票数量的关系

本杰明·格雷厄姆曾明确指出一名保守型投资者需要持有的股票数量。他在为投资者列举关于投资的种种准则时说道：“需要有足够的多元化，但不能过度。这意味着你至少需要持有10只股票，最多持有30只股票。”

注意，他在这里既提到了最大值，也提到了最小值。显而易见，巴菲特一直竭力避免过度多元化。举一个相似的例子，约翰·内夫——一位具有传奇色彩的共同基金经理，他把大部分赌注都压在了股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票上面。当他于1995年退休的时候，也就是在他掌管先锋温莎基金31年后，他的投资组合中最大的4个头寸占据整个投资组合的23%。

菲利普·费雪警告反对过度多元化

被誉为“成长股价值投资策略之父”的菲利普·费雪曾警告说，多元化投资的原则非常简单，而且被投资者广泛接受，以至于被拥护到了过度多元化的地步。“普通投资者因为投资组合多元化程度不够而受到影响的概率是微乎其微的，”他写道，“投资者为了保持多元化而卖空股票，因此害怕一个篮子里放太多鸡蛋的念头，使得他们实际上对彻底了解的公司投资得太少，而对他们根本不了解的公司投资得太多。在缺乏对一家公司充分认识的情况下进行投资比多元化程度不够更加危险。这个道理似乎从来没有被投资者发现过，更不用说他们的投资顾问了。”

多元化并没有最初看起来那么重要，其中一个原因是很多公司已经内部多元化了。比如，通用电气公司拥有12个部门，它们广泛囊括了从飞机引擎到冰箱制造的全部业务。因此，如果你持有通用电气公司的股票，几乎就相当于你持有了12 只不同的股票。而从本质上来看，你需要持有的是几只大型股票（比如微软、 IBM和沃尔玛）来达到足够的多元化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有时候，有经验的投资者会建议将投资在国际范围内进行多元化。不过，不要过分强调这个建议，因为许多美国企业，包括可口可乐公司和麦当劳在内，它们每天都从国际化经营中获得一大部分利润。同时，对美国的跨国公司进行投资通常可能比投资世界上的其他公司更有利。因为很多国家缺乏严格的管制，股东权益不能像美国的公司那样受到良好的保护。如果事实真的如此，那就相当于构建了一个风险更大的投资组合，从而违背了最初想要通过多元化分散风险的愿望。此外，在投资发展中国家的公司时，相对于投资发达国家的公司，投资者可能更倾向与一个受过良好教育、训练有素、管理强大的团队合作。在投资国外的公司之前，你应该好好了解一下该公司所在国家的金融监管制度，而不仅仅是了解这些公司本身。

多元化和“多元恶化”

“如果我有一个像沃尔玛那样的篮子，我会心甘情愿地把所有鸡蛋都放进那个篮子里。”彼得·林奇辨论道，他掌管的麦哲伦基金（Magellan Fund）通常包含了上百只股票。我们该如何理解他的说法——你拥有的股票数量应当是有限的与在文件记载中，他持有大量数目的不同股票之间的矛盾呢？林奇自己为此提供了最好的解释：“我认为，只要符合以下两点，你就应该尽可能多地持有该公司的股票：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（1）收购价格过于高估；（2）经营业务完全超出人们的理解范围。也许你持有的是一只股票，也有可能，你持有的是一打股票。”

在这个背景下，林奇解释了一些盈利丰厚的公司人员如何将自己的资金浪费在了愚蠢的并购行为上。举个例子，通用磨坊食品公司（General Mills）经营中国餐厅、意大利餐厅、牛排店、帕克兄弟公司（Parker Brothers toys）、 Izod 衬衫、钱币、邮票、航空公司、埃迪• 鲍尔零售商店（Eddi Bauer retail outlets）以及FootJoy 鞋类产品。其中的大多数是在1960年被收购的。尽管每一项并购似乎都合乎情理，但通用磨坊食品公司无法有效地经营每家分公司，导致财务陷入窘境。同样，个人投资者也会把钱浪费在愚蠢的投资上。大部分投资者并没有能力投资于不同行业的大量股票。在以上的例子中，多元化就变成了“多元恶化”，非但没有保护你的投资，还损害了你的收益。当然，也有例外。林奇自己也承认：“巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司投资的股票，从糖果公司到家具公司再到报纸都获得了耀眼的业绩。与此同时，巴菲特的公司还致力于收购公司。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

通过学习格雷厄姆和费雪的理论，以及巴菲特对现代金融文献的分析和实际操作手法，我们可以得出这样的结论：一个谨慎的投资策略通常要包含10～30只股票。你对某只心仪的股票越是了解，越是要大量持有。就像我本人的股票组合，其中40%都是伯克希尔-哈撒韦公司的普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十七章　　最佳时机：何时卖出股票

即使你不愿意花10年时间持有一只股票，持有它的时间也不要仅有10 分钟。

——沃伦·巴菲特

一个典型的对冲基金组合会持有一只股票一到两年，同时换手率达到100%也并不是罕见的现象。但是，伯克希尔-哈撒韦公司的做法并非如此。如果我们检验一下伯克希尔-哈撒韦公司的股票交易数量和卖出的股票，就可以学习到巴菲特的建议：你在股票组合中应该持有一只股票多久呢？卖出股票的最佳时机是什么时候呢？

伯克希尔-哈撒韦公司股票组合的交易量：　为什么某些股票是巴菲特几乎永久持有的

大约从1994年，我就开始研究伯克希尔-哈撒韦公司是如何买卖股票的。 1994年年末，伯克希尔-哈撒韦公司的投资组合总价值为700亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元，其中有152亿美元用于投资普通股。 1995年，该公司卖掉了组合中价值13.5亿美元的普通股。换句话说，它替换了投资组合的9%。另外，购买其他投资品共花费了14.6亿美元，略高于卖出所得的收益。 1999年，伯克希尔-哈撒韦公司的普通股投资组合已经增长至398亿美元，但从1994—1999年，平均每年的交易量为10%。在最近几年中，伯克希尔-哈撒韦公司的交易量已经下降到了5%，说明平均持有期限已经达到了20年。

以上分析尚未完整地描绘出巴菲特对长期投资的强烈信念。因为伯克希尔-哈撒韦公司也持有一些短期套利的投资，所以这样计算平均持有期限略显保守。然而， 10～20年已经是一个比较长的持有期限了，我很难想象有多少投资者会在这么长的时间里持有同一只股票呢？

巴菲特长期持有这些股票的部分原因是，在购买这些公司的股票之前，他已经掌握了公司方方面面的海量信息，做到了胸有成竹。长期投资最适合像巴菲特这种对公司了解得透彻，并且对公司的长期发展前景信心十足的投资者。你可以将你的投资组合分成两部分：永久持有的股票，或者叫作核心持有股票；以及“其他”类型的股票，包括那些你想要去深入考察的股票。随着时间的推移和进一步的分析，你最终将根据对公司潜力更加完善的看法，来决定要不要购买更多的第二类股票或者卖出你手中持有的股票。巴菲特写道：“当我们持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一家有着出色管理层的杰出公司的股票时，我们希望这只股票的持有期限是：永久。”

为什么永久持有股票是一件好事呢？似乎只有当企业预期能永久性带来满意的收益时，这种做法才显得合理。一般来说，能达到这个标准的股票并不是那些处于高科技或者热门行业的股票。这听起来有点不符合我们的直觉，然而绝大多数高科技企业的寿命都很短暂。如果你投资了高科技企业，那么与投资科技含量不高的公司相比，你的损失可能会更大。如果你投资的首要目标是保证本金的价值，那么除非你对这家公司了解得极其透彻，否则就不要进行投资。事实上，科技股股价波动异常剧烈而且蕴含巨大风险，那么它们的收益如何呢？

人们常常认为那些经营日常业务、科技含量不高的企业不可能获得很高的收益。然而，巴菲特一次又一次地证明了这些言论是大错特错的。那些行业龙头以及拥有主人翁精神的管理者的企业都有不俗的表现，即使它们来自传统行业。主人翁精神在这个例子中显得尤为重要，因为管理者必须知道什么时候不该把钱继续浪费在错误的决定上，他们必须敢于做出艰难的决定。如果伯克希尔-哈撒韦公司在20世纪70年代没有如此卓越高效的领导者，那么管理层可能还在日渐没落的纺织业为生存而苦苦挣扎，而不是从中获得丰厚的利润。伯克希尔-哈撒韦公司从纺织业中抽身而出，而在那个行业里，一些公司生存了下来，另一些公司则破产了。 2009年，大部分人都认为，通用汽车公司（General Motors）面临如此艰难的情形，是因为管理层在面临艰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

难的决定时一次也没有做出过正确的回应。如果通用汽车公司没有如此大的扩张野心，没有在全世界兼并如此多的公司，没有创立一个又一个的新品牌，它也许能给股东带来更加满意的回报。总而言之，巴菲特的原则是要投资“容易理解的企业”，也就是那些科技含量不高但拥有优秀的管理层的企业，然后永久地持有它。这些企业将在你的投资组合里共同为你创造高收益。

当然，巴菲特并不会永远持有一只股票。为了了解巴菲特投资思路中关于何时卖出股票的精髓，让我们来检验伯克希尔-哈撒韦公司几次主要的股票抛售事件。

两个主要的卖出理由

巴菲特周期性地卖出伯克希尔-哈撒韦公司大量持有的股票，1998年卖掉了麦当劳和旅行家（Travelers）的股票， 1999年卖掉了迪士尼公司的股票， 2000年卖掉了房地美的股票， 2007年卖掉了中国石油天然气股份有限公司（PetroChina，简称中国石油）的股票。这些股票被披露的最新市值分别是14亿美元、 13亿美元、 15亿美元、 39亿美元和40亿美元。

首先，也是最重要的，投资者应该在意识到自己犯错的时候果断将股票卖出。有时，税收损失可以与税收减免的盈利相抵消。巴菲特承认自己犯过一个严重的错误，也就是在2006—2008年期间买进康菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

石油公司的股票。在2008年的致股东信中，巴菲特写道：“没有来自查理和其他人的督促，我在石油和天然气价格接近顶峰时买下了大量康菲石油公司的股票，并且我完全没有预料到今年下半年能源价格的大幅下跌。” 2008年年底，伴随着股票市场的下跌，这桩市值原本为70亿美元的投资下跌到了44亿美元，缩水了33%。 2009年，巴菲特减持了康菲石油公司16%的股票，并且有报道宣称，巴菲特打算在不久的将来陆续抛售康菲石油公司更多的股票。然而现在对我来说，巴菲特为什么要做这桩买卖仍然是一个未解之谜。有个简单的解释是，巴菲特打赌油价将会上涨，而我觉得这并不可信，因为在过去几年里，油价已经上涨了好几倍，而且巴菲特大可以把赌注压在石油期货市场而不是股票市场上。

其次，你应该在股票价格高于它的内在价值的时候卖出。换句话说，你应该在有其他更好的选择时卖出股票，这些选择可以是投资短期债券或是持有现金。巴菲特在2007年第二季度以40亿美元的价格卖掉了所持有的中国石油的全部股票。当时，中国石油在经历了2002—2003年价值4.48亿美元的收购之后，股价已飙升了8倍。一些新闻界人士质疑巴菲特抛售中国石油是因为他在最初进行这宗投资时就饱受社会各界诟病。巴菲特否认了这种质疑，并强调自己的决定完全是出于对价格的考虑。此后，中国石油和标准普尔500指数在接下来的18个月中双双下跌了近40%。从价格的角度来看，巴菲特对于卖出时机的把握真可谓神机妙算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年，巴菲特卖掉了股票组合中5%的股票，用于增加债券的持有量。巴菲特写道：“我们在1997年卖出一些股票的目的是，将债券和股票的比例调整到更合理的区域，而依据是各个市场所体现出来的价值。这个重新布局的过程一直延续到了1998年。” 2008年，巴菲特减持了一部分股票，包括强生公司和宝洁公司的股票。我估算了一下，这些买卖的价值大约为50亿美元。伯克希尔-哈撒韦公司将卖掉这些股票获得的现金用于投资箭牌公司、高盛集团和通用汽车公司的债券和优先股。巴菲特这么做肯定是因为他认为这些投资选择更好。投资者经常因为心理因素的干扰，直到不得不承受损失时才卖出股票。他们应该想到沉没成本谬误（又称“损失憎恶”），从而尽快卖出股票。总而言之，你应该在发现自己犯错了或者存在更好的选择时就卖掉持有的股票。

为什么卖出麦当劳和迪士尼的股票

巴菲特承认原本不该卖掉麦当劳的股票。就像估计买进的时机一样，计算卖出的时机也像登天一样难。这也是为什么要在最初买进的时候就做好长期持有准备的一个原因。巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司1998年的年报上写道：“我必须为此忏悔（叹气）：我在1998年对股票组合所采取的行动几乎损耗了这一整年的收益。特别是，我决定卖掉麦当劳的股票是一个严重的失误。我想如果在开市的时间里，我仅仅是看看电影的话，公司的投资收益应该也会比现在好得多。”巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特在收购冰雪皇后之后迅速卖掉了麦当劳的股票，而这桩收购恰好在1997年10月宣布，到1998年1月全部完成。这样看来，巴菲特这样做的原因可能是不愿意同时重仓持有冰雪皇后和麦当劳的股票，因为这两者之间有直接竞争的关系。如果这样做就会有批评家指责巴菲特试图垄断整个快餐市场，巴菲特希望避免这些流言蜚语以保护自己的名誉。同样，当巴菲特在2009年宣布收购伯灵顿北方圣达菲公司的同时，他卖掉了伯克希尔-哈撒韦公司持有的联合太平洋铁路公司价值9 000万美元的投资（联合太平洋公司2%的股份）和价值约为1 000万美元的诺福克南方铁路公司（Norfolk Southern）的股票。持有两家竞争公司的股票似乎并无不妥之处，为什么会带来如此大的名誉风险呢？巴菲特卖出迪士尼公司的股票很可能也是出于名誉的考虑。

1999年，巴菲特卖掉了持有的迪士尼公司的股票，他之所以这样做有两个可能的解释。首先，他非常不看好迪士尼公司当时的管理层。直到1995年，巴菲特一生的挚友汤姆·墨菲（Tom Murphy）都在大都会/ 美国广播公司（Capital Cities/ABC）担任CEO一职。然而，当汤姆· 墨菲退休时，迪士尼公司收购了大都会/美国广播公司。伯克希尔-哈撒韦公司收到了迪士尼公司的股票以交换公司在大都会/美国广播公司所持有的股份。巴菲特对汤姆·墨菲的高度赞扬溢于言表，但对迪士尼公司后续的管理层只字不提。

其次，迪士尼公司的高管薪酬至少在两次事件上名声大损。迪士尼公司股东大会主席迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner），在1992年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

套现盈利2 020万美元之后，紧接着又在1993年执行了期权，套现利润高达5 650万美元。退一万步讲，如果艾斯纳不执行期权，那么他也是美国薪酬最高的高管之一。另外，他手头还有一个和公司签订的协议，保证他在2006年以后的未来10年都是迪士尼公司的主席以及CEO。这个高管薪酬问题曾多次在迪士尼公司的年度股东大会上引发激烈争论。

巴菲特对过高的高管薪酬很不认同。他对围绕着艾斯纳的薪酬计划的各种争论似乎非常不满。另一个争论很大的事件就是公司前总裁迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）的离职。迈克尔·奥维茨得到了570万美元的离职补偿金。因此，巴菲特和迪士尼公司撇清关系的决定并不令人吃惊。

为什么卖出房地美的股票

在伯克希尔-哈撒韦公司2000年的年报中，巴菲特指出，他已经在过去的一年中卖掉了所持有的房地美的全部股票。然而，随着时间的推移，我们发现了一些非常有趣而且有用的道理。 2007年10月，巴菲特在政府指控房地美的前任CEO的案件中出庭作证。巴菲特公开声明自己陷入了投资房地美的麻烦，但这一切与那家公司的生意无关。巴菲特说：“我遵循那个古老的格言：厨房里不可能只有一只蟑螂。”他在证词中列举了两个证据。第一，当执行官们交出盈利规划而实际上无法实现那个目标数字的时候，他们捏造了数字。第二，当企业涉足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其他业务，而这些业务似乎因为受到某种特殊原因的驱动而需要达到这个收益时，投资者必须十分小心。房地美在成长期预测了盈利增长数据，但巴菲特认为这家公司无法实现那个目标数字，可能会参与没有实际产出的活动来杜撰数据。总而言之，巴菲特非常有先见之明，很早就捕捉到了房地美将陷入困境的警示信号。而事实摆在眼前，房地美的股价在2000年为每股20美元左右；在此后的2001—2006年，维持在50～70美元；但到了2009年，房地美的股价仅为每股1美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

巴菲特很少出售他所持有的股票，因为他只在确信这些股票的长期价值后才购买它们。其中一个卖出股票的原因是，卖出这只股票的价格相对于替代选择来说是有利可图的，这些替代选择也包括持有现金。巴菲特卖出中国石油的股票正是因为这个原因，而他卖掉迪士尼公司股票的主要原因是他对新上任的管理层不像以前那样信心十足。这又一次证明了，对巴菲特来说，一家公司的管理质量是一个至关重要的因素。最后，我喜欢他描述的、有关操纵收益和管理层行为的蟑螂理论。当你发觉管理层的行为不当或者公司的数据值得怀疑，导致你对这家企业感到不安的时候，你应该果断卖掉这些股票，因为你从外部发现了一个问题，而公司内部可能还存在更严重的问题。毕竟，还是那句老话：厨房里不可能只有一只蟑螂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第六部分　　市场效率

巴菲特从不认为必须有很高的智商才能在股市中胜出。市场也并不总是有效的。在第十八章，我将讨论一些不太常见的、有关市场效率方面的例子。在第十九章，我会将讨论扩展到套利和对冲基金的范畴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十八章　　股票的市场效率

本质上，有效市场理论声称分析股票是徒劳的，因为股票价格已经合理地反映了所有公开信息。换句话说，市场无所不知。

——沃伦·巴菲特

很少有人赌马能持续赢钱。用金融术语来说，赌马市场是有效的。那么，股票市场也是有效的吗？一些人认为，股票市场是有效的，因此你没必要花任何时间去试图战胜市场平均水平。另一方面，包括巴菲特在内的一些人提出市场是无效的。事实上，辩论市场是否有效并不重要，重要的是知道市场的有效程度如何。我们的一生中会遇到很多这样的问题，对此仅仅回答是或否是没有意义的。当别人问你：“如果学习工程学，我是否就能谋生了呢？”或者“是否我有了数学学位就能找到工作了呢？”正确的答案通常是：“是的，当然了。”然而，更重要的是知道，如果你成为一名工程师，你能过上多好的日子；或者如果你拿到了数学学位，你可以找到一份怎样的工作。同样，一个简单的、是或否的答案，对解答市场效率问题来说也无足轻重。更重要的是要知道，怎样、何时、为什么以及到什么程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场是有效的；特别是要知道，怎样、何时、为什么以及到什么程度市场是无效的。

我在股市中能赚到钱吗

你应该问："我在股市中能赚到钱吗？"而不是一味地追问市场究竟是否有效。在这种情况下，赚钱意味着得到高于市场平均水平的回报。我对这些至关重要的问题给出的答案是："是的，当然了。"否则的话，我就不会写这本书，我就不会投资个股，我也不会到处传授巴菲特的投资理念了。但同样重要的是，你要认识到赚钱并不是毫不费力的。你也许可以讨价还价，但是永远没有免费的午餐。

首先，我们来考虑两个简单的问题。这两个问题会帮助你考虑如何在股市中赚钱，考虑你是应该试图打败市场，还是投资指数基金能够得到更好的回报。

- 大多数专业基金经理得到的收益是否高于市场平均水平？
- 大多数个人投资者得到的收益是否高于市场平均水平？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这两个问题的答案都是“否”。我一直觉得很困惑，为什么大多数专业基金经理都无法跑赢标准普尔500指数，而且在那些能做到的基金经理中，几乎没人能够持续保持纪录。大致来说，这些证据证明了市场是有效的。接下来你应该问：“如果大多数基金经理都无法跑赢标准普尔500指数，那么我怎样才可以做到呢？”

因为大多数基金经理都无法跑赢标准普尔500指数，所以很清楚的是，你用不着总是听取他们的意见。那么，阅读《华尔街日报》《巴伦周刊》或者观看财经频道有用吗？你当然应该读这些金融出版物、看电视节目来获取事实、了解重大事件、新闻和评论分析，但不要咨询投资建议。你应该有选择性地参考少数几个人的言论，比如，沃伦·巴菲特、约翰·邓普顿（John Templeton）以及彼得·林奇，他们都保持着卓越的长期投资记录。你最好忽略那些不请自来的评论员们送上门的忠告。

绝大多数学者赞成有效市场理论

大多数学者都将有效市场理论鼓吹为股票市场投资的颂歌。然而，这并不是说，即使充满智慧的投资者也无法战胜市场。学者们接受有效市场理论的主要原因是这个理论是建立在理性之上的。所以，至少在听取学术界的建议时要小心：姑且听着，不能尽信。那些研究结果可能看起来很有趣，但考虑到事实依据，你不必认同那些有时可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能有些夸大的诠释。同时，学者们也并不总是赞同他人的观点。一些新的研究对先前认为股票市场有效的证据提出质疑。在学术界，新观点永远是受欢迎并被激烈争论的。在一本著名的著作中，罗闻全（Andrew Lo）教授和克雷格·麦金勒（A. Craig MacKinlay）教授解释了一些研究进展，同时提出金融市场虽然在某种程度上是可以预测的，却不是无效率和不理性的。在新观点没有被接受之前，广泛的研究成果提供的可信证据支持了这种观点。

即使市场是有效的，根据你学到的知识购买个股也没有什么坏处。在有效的市场中，即使你想赔钱也没那么容易。举个例子，考虑一下，在一个游戏中，你的同伴公平地掷硬币，你随机地喊出“正面”或者“反面”。事实上，在这个游戏中，无论你猜“正面”还是“反面”，都有50%的机会赢，同样也有50%的机会输。换句话说，在公平游戏中，即使你试图输钱，你也不可能一直输。如果股票市场是有效的，平均来说，即使你想那么做你也不会赔钱。你会因为券商收取佣金产生交易费用，但只要你不过于频繁地交易，你就会和大多数基金经理做得一样好，甚至超越他们。从另一方面来说，如果市场是无效的，你能够从以往的交易中积累经验，掌握必要的技能从而战胜市场。

其他学术文献中的证据表明，学术界对股票市场的运作模式仍旧所知甚微。举例来说，到目前为止，他们不能很好地为预测个股收益的风险下一个比较准确的定义。一个与报告中的贝塔值相关的问题是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它仅仅是一个估计值。在不同的出版物，如《价值线》杂志中，真实的贝塔值可能与估计值相差甚远。按照学术界的说法，估计的贝塔值的标准差非常大。举例来说，如果报告的贝塔值是1.0，真实的贝塔值可能会落在0.5～1.5 之间。并且，通常无法判断是否有误差产生。

大多数证明市场有效的证据来自一类研究，即所谓的“事件研究”，这类研究往往非常严谨，并且揭示出一些激动人心的结果。研究者通常检验一个股票组合在特定事件后的表现，比如发布盈利或者并购公告。大多数研究表明，对一名普通的投资者来说，在公告发布之后才进行投资为时已晚。这就是问题所在，这些研究不该一开始就被诠释为：投资者无法鉴别哪些股票将是优秀的长期投资。

价格为何会偏离基本面呢？这种偏离通常发生在大量的买方和卖方在短期内涌入市场，造成了供需不平衡的时候。这是一个经典的供需关系影响价格水平的例子。例如，你可以考虑居住的小区附近有很多房子正在出售的情况。这可能仅仅是巧合，不会对长期房价带来任何影响，房价可能会暂时下跌，然后保持较低水平，直到市场回归正常。这个例子的重点在于，供给和需求频繁地处于不平衡状态会导致价格偏离它们的内在价值。

在股票市场上，供给和需求似乎频繁地处于失衡状态。如果一位有影响力的金融分析师建议他的客户们都卖掉某只股票，那么卖方的供给将远远大于买方的需求。然后价格就会迅速下跌，并且可能远远低于基本面所显示的价格。这个例子可以推广到包括任何新闻或者财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务信息披露的影响。一些投资者对这些披露的信息持乐观态度，另一些投资者则持悲观态度。当任何一方投资者占主导地位时，价格都会偏离基本面。这种情况也可能发生在整个市场中。

1987年，共同基金经理们遵循的“投资组合保险策略”，要求他们在股票下跌的时候卖出更多的股票。 10月19日，市场指数在前几周下降了几个百分点，于是基金经理们卖掉了额外的股票，导致整个市场在一天之内狂跌23个百分点。而了解这种情况的投资者则因为这个买进的好时机而受益匪浅。总体而言，个股而非整个市场更有可能为投资者提供良好的投资机会，因为对个股而言，一个小的金额变化会引起价格的大幅变动。

市场无效的最新证据

很多学术研究甚至是那些基于简单的研究框架的事件研究，也开始提供证据证明市场是无效的。学术研究者们对此困惑不解，为何在一家公司出色的盈利公告出炉时，其股票价格持续上升；同样，为何在公布低于预期的盈利公告后，其股价持续下滑。这些现象表明，股价趋势的证据同时被用来支持了其他事项，比如分拆或者拆股。其他研究结果显示，在过去的6～12个月中表现不俗的股票，在接下来的6～12个月中能够持续拥有良好的市场表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

批判性思考者习惯于批判地看待任何证据，包括证明市场无效的证据。同样，这些证据也表明，你应该避免投资在过去的6～12个月内表现不尽如人意的股票。证据还表明，在过去5年内表现欠佳的股票在未来5年内会有较好的表现，反之亦然。经过严密的数据检验，路易斯·陈（Louis Chan）教授、纳拉辛汉·杰加迪西（Narasimhan Jegadeesh）教授和约瑟夫·拉格尼沙克（Josef Lakonishok）教授排除了市场风险、企业大小以及净值市价比效应，可以用来解释股票价格趋势的可能性。他们总结道，研究结果表明，市场将缓慢地回应新信息。这些结论使得那些市场有效学说的支持者感到不安，但却可能给我们带来获得超额收益的机会。一些研究发现，市场对盈利公告和其他公告的反应存在滞后性。但是另一些研究发现，市场对一些公告反应过度。这些发现带来一种猜想，研究人员开始从历史数据中寻找一种可能存在的模式。在计算机足够的计算次数下，他们可能得出结论，认为那种模式的确存在，然而实际上并不存在任何模式。从根本上来说，我们应该注意到，当我们总结研究发现时使用了“后见之名”。通常情况下，我们可以从过去发生的事件中抽象出事实：举例来说，市场在1974年的时候被低估，而在1972年的时候被高估。如果不是借了“后见之名”的光，我们能判断市场什么时候被低估、什么时候又被高估了吗？当然行不通。总而言之，学术界有一场轰轰烈烈、不断前进并且健康发展的辩论——市场有效的程度如何以及怎样测量风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃伦·巴菲特并没有说过战胜市场是轻而易举的。在关于市场效率的演讲中，他总结道：“一名投资者不可能仅仅通过简单地专注于某个投资类别或者投资风格来获得超额收益。只有细心评估事实、坚持遵守纪律才能赢得回报。”巴菲特总结了三个选择股票和战胜市场的要点：

- 为了战胜市场，你必须只投资那些比其他市场参与者了解更多的公司。这是参与大多数游戏的基本规则。如果你不比对手强，你就不可能一直获胜。你应该像巴菲特那样只专注于一个或多个吸引你的行业。

- 你应该考虑在一生中做出有限的几个投资股票市场的决定。一旦做出了这些决定，你就不该允许自己再做出其他任何决定。如果你把这个规则铭记于心，就不太可能一而再、再而三地犯错误。为了巩固这个想法，想一想你买房子或者买电脑，去读一所大学或者接受一份工作之前所花费的努力吧。因为这些决定一旦做出就难以反悔，所以大多数人做的决定都很明智。如果你把购买股票当成一种长期责任，那么你就会做出更好的决定。

- 为了打败市场，你必须学会忽略风险。投资者很容易变得焦虑，很容易在股票价格下跌的时候卖出股票，而在股票价格上涨的时候买入。但是，当投资者认真研究了一家公司后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买入股票并打算长期持有时，市场波动对其产生的心理影响就会小很多。无知会使波动成为你的敌人，而知识会让它变成你的朋友。

小结

总之，如果你愿意投入时间和努力来建立成功的思维模式，学习如何玩好这场游戏，股市会借你一臂之力，帮助你赚钱。因为大部分人都没有为此付诸努力，所以毫无疑问，他们中的大多数都无法跑赢市场。因此，对于这些人来说，市场是有效的。而对于那些愿意尽己所能掌握游戏技巧的人来说，即使在一个行业的小角落里，他也有可能战胜对手——市场平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十九章　　套利和对冲基金

我们时时刻刻都会参与套利活动——有时甚至是大规模地参与，但应该仅在我们稳操胜券的时候。

——沃伦·巴菲特

“套利”这个神奇的字眼其实没什么可怕的。套利不过是同时买卖一个或多个完全相同或是相似的证券。想想那些股票经纪公司，比如嘉信理财公司（Charles Schwab）。除了佣金之外，经纪人从一名投资者那里买进股票，转而卖给另一名投资者以获得小额的利润，因为买入价和卖出价有略微的差别，因此赚取差价有利可图。从本质上来说，经纪人是在买家和卖家之间要了一个小花招。

套利并不是无风险的，因为经纪公司只扮演批发商的角色，为投资者提供投资平台。由这些中间人和套利者组成的交易比单纯持有存货复杂得多。一些对冲基金长期以来专门从事某一特定种类的投资，巴菲特也同样参与套利交易。了解了套利中包含的风险，你也就没有必要完全回避这类交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

兼并交易中的套利

兼并是一种常见的、获利丰厚的套利形式。思考一下通用再保险公司和伯克希尔-哈撒韦公司在1998年的兼并（我们在第八章中讨论过）。这桩交易规定， 200股通用再保险公司的股票可转换成21股伯克希尔-哈撒韦公司的B级股票。如果没有不确定因素环绕，那么200股通用再保险公司的股票和21股伯克希尔-哈撒韦公司的B级股票的价格应该完全相等。而在这起兼并悬而未决的几个月内，你可以按照低于21股伯克希尔-哈撒韦公司B级股票5%的价格，购买到200股通用再保险公司的股票。

思考另一个例子， 1998年12月，埃克森石油公司（Exxon）宣布欲收购美孚石油公司（Mobil）。交易的规则是美孚石油公司的股东可以用1股美孚的股票交换1.320 15股埃克森的股票。直到1999年5月，美孚石油公司的交易价格为每股105美元左右，此时埃克森石油公司的股票价格为每股84美元。由此可见，购买美孚石油公司的股票比购买埃克森石油公司的股票便宜了近6个百分点。因此，执行这个套利的方法就是买进美孚石油公司的股票，同时卖出埃克森石油公司的股票。这项兼并花了4个月的时间才全部完成，投资者获得了大约18%的年化收益率，几乎是股票市场平均收益率的两倍。

不是所有宣布的兼并交易最终都能完成，当交易没有实现的时候，套利者可能损失一大部分的投资。因此，你不能在这些交易上押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

太大的赌注，并且当你发现交易暗藏危机的时候，最好回避它。情况通常是这样的，当一桩兼并交易失败的时候，寻找套利机会的投资者将变得更加厌恶风险，而且对交易的期望回报有所增加。这与保险业的情况类似，在出现飓风或者自然灾害后，保险费趋于上涨。不仅套利者对这类投资交易的热情逐渐冷却，而且只有那些更容易成功的兼并交易才可能出现在市场上。

因此，一名有悟性的投资者在一宗兼并交易失败后，应该增加而不是减少投资于套利活动的资金。 1998年，美国银行家保险集团（American Bankers Insurance Group）出价31亿美元兼并面临倒闭的圣达特集团（Cendant）时，发现圣达特集团涉嫌违反会计准则和欺诈，并且它此时的股价已经下跌了70%。几乎在兼并失败的同时，投资者对套利交易的期望回报大幅上升。另一种值得考虑的情况是，当几家大型兼并交易同时进行时，市场上可能没有充足的资金支持运作，因此期望的套利回报将会上升。

在一些情形下，像伯克希尔-哈撒韦这样的公司在短期内，能够比普通投资者以更低的风险锁定满意的收益。因此，伯克希尔-哈撒韦公司不但能够从股票市场投资中获得可观的回报，而且也能从套利活动中获得另一部分的超额收益。举个例子，当一家公司出价竞购另一家公司并在短时间内需要资金时，伯克希尔-哈撒韦公司就能“雪中送炭”，通过迅速为那家公司提供资金获取超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特成功套利的案例

接下来的这个例子向你描述了这样一个道理：你对金融市场的了解越深刻，你就越有希望发掘出套利的机会。以下是巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司1998年的年报上撰写的一段文字：

> 套利市场中偶尔会出现一些不同寻常的获利机会。我24岁在纽约为格雷厄姆-纽曼公司（Graham-Newman Corporation）工作的时候，曾参加过一次套利交易。洛克伍德（Rockwood & Co.）是一家生产巧克力的布鲁克林公司，它的盈利能力有限。1941年，当可可豆的价格仅为每公斤11美分的时候，它就采用了先进后出的存货估值法储存这些可可豆。 1954年，由于可可豆的临时短缺促使价格飙升至每公斤132美分。洛克伍德公司打算在价格下跌之前迅速抛售掉这些价值不菲的存货。然而，如果直接出售可可豆，这家公司将为此缴纳相当于收益50%的税收。
>
> 1954年的税法像大救星一般出手相助。它包括了一项不可思议的条款。该条款规定，如果公司将存货派发给股东作为减少公司经营范围计划的一部分，那么运用先进后出估值法销售货物的预期收益需要缴纳的税金就可以被免除了。洛克伍德公司决定终结其中一项业务，即买卖可可油，并声称这项业务需要消耗5 850 吨的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可豆存货。于是，这家公司用它不再需要的可可豆回购了股票，每股支付36 公斤可可豆。

为此我几个星期都忙于购买股票，出售可可豆，周期性地在施罗德信托公司（Schrodder Trust）逗留，把股权凭证换成入库单。最终这桩交易获得了丰厚的收益，唯一产生的不过是一些乘坐地铁的费用。

长期资本管理公司：一只对冲基金和伯克希尔-哈撒韦公司的故事

我们来思考一个案例，它解释了巴菲特为什么打算购买对冲基金以及为什么清空它们。 1998年9月，伯克希尔-哈撒韦公司打算通过一个价值40亿美元的有限合约收购长期资本管理公司，合约的合伙人包括伯克希尔-哈撒韦公司、高盛集团和美国国际集团。许多投资者认为，对冲基金虽然拥有巨大的头寸，但是能够避免损失并且持续带来高额回报。长期资本管理公司对冲基金的濒临倒闭表明，投资对冲基金并不像投资者所想的那样绝对保值。那么，它给个人投资者带来了哪些重要启示呢？

长期资本管理公司最显著的特征就是它的高杠杆率：大约为25:1。基金被披露的交易记录共有60 000笔，包括价值超过500亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的长期证券头寸以及同样规模的短期头寸。基金合约的总名义价值（杠杆头寸的总价值）超过5 000亿美元，掉期合约的总价值超过7 600亿美元，期货和其他投资品价值超过1 500亿美元。

长期资本管理公司的规模和杠杆率以及它的交易策略，导致它在俄罗斯1998年8月的卢布贬值以及政府宣布延期偿还债务造成的金融市场异动面前不堪一击。俄罗斯的行为一度引发了投资者为了避免风险和寻求流动性向高质量资产转移的现象。最终在全球各个市场上，风险迅速蔓延，流动性升水急速上升。仅在8月份，长期资本管理公司就蒙受了18亿美元的损失，股票资产当年的损失超过了50%。截至9月21日，长期资本管理公司的流动性陷入了前所未有的暗淡境况，与此同时，进一步恶化的市场动向导致它可能在几天内违约。 9月23日上午，伯克希尔-哈撒韦公司和它的合伙人宣布购买长期资本管理公司的投资组合。但与此同时，一个由15家企业组成的、已经陷入违约境地的财团宣布投资长期资本管理公司。伯克希尔-哈撒韦公司的计划是接管基金100%的股权，但它的对手仅允许当前的投资者保留10%的股权。最终，伯克希尔-哈撒韦公司的议案遭到了拒绝。巴菲特一直以来对套利的关注，表明他对长期资本管理公司的兴趣并非一时兴起。 1998年7月，伯克希尔-哈撒韦公司为马克·伯恩（Mark Byrne）掌管的西区资本基金（West End Capital Fund，实际上是一只对冲基金）贡献了90%的资本（2.7亿美元）。总而言之，对于一个知识渊博的人来说，对冲基金虽然有风险但同时带来了赚钱的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期资本管理公司事件给我们的重要启示是：即使是资历最雄厚的基金也可能因为高杠杆导致破产，因为一些突发事件，比如俄罗斯违约等，它们无法被包含到任何模型中。但长期资本管理公司濒临破产时，它是商品期货交易委员会当时的报告中杠杆率最高的大型对冲基金。它的资产接近于第二大对冲基金资产的4倍。长期资本管理公司面临的流动性困境由于其巨大规模的头寸而进一步恶化，因为它不能轻易解约头寸。

那么，伯克希尔-哈撒韦公司是如何从收购长期资本管理公司中获利的呢？我们需要认识到的、最基本的问题是，追加保证金会要求采用杠杆的一方以不利的价格清空组合，市场由此变得无效了。因为毫无疑问，伯克希尔-哈撒韦公司拥有足够的流动性，所以它并不急于清空长期资本管理公司的头寸。而在长期有秩序的清空过程中，长期资本管理公司的利润会变得更加可观。像伯克希尔-哈撒韦这样一家拥有卓越流动性的公司会时常遇到这样的好机会。

这对个人投资者来说也非常有意义。当市场中的重大外部冲击导致市场波动的时候，价格通常会因为投资者偏好低风险的投资工具（比如，国库券）而暂时下跌。如果你投资股票市场，那么你就会遭受账面损失；而如果你的杠杆率不是很高，也就不会那么惶恐不安。如果可能的话，你应该持有额外的股票头寸。当长期资本管理公司的冒险故事正值高潮时，股票市场应声下跌。作为个人投资者，如果你已经投资了你看好的公司，你就会从中获益。我们知道，伯克希尔-哈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

撒韦公司持有的美国运通公司的股票在那段时期内增长了将近100万美元。

巴菲特对长期资本管理公司的兴趣可能是由于股票市场在俄罗斯政府债务违约后严重下跌。尽管伯克希尔-哈撒韦公司对长期资本管理公司的竞标最终被拒绝了，但他的预测被证明是正确的：长期资本管理公司在危机过后的几个月内获得了高额回报。这段插曲又一次证明了，当他人畏惧时进行投资的重要性。此外，任何对短期风险头寸感兴趣的投资者都最好有强大的资金支持，以免出现意外时需要额外的资金。

你应该投资对冲基金还是私募基金呢

创建值得信赖的对冲基金指数是很难的，因为对冲基金不需要公开披露业绩表现的相关数据。一些指数经常在媒体上曝光，其中最受欢迎的是瑞士信贷第一波士顿/特里蒙特对冲基金指数（CSFB/Tremont Hedge Fund Index），它包含从1993年开始的数据。如果你打算使用这些指数，那就有必要知道这些指数存在两个非常严重的问题：第一，一些指数使用的数据是对冲基金披露的历史数据，而基金通常会出现只披露有利历史数据的情形。第二，大多数分析都受到所谓“幸存者偏见”的影响，收益指数可能仅仅包含了现存基金的有关数据，而忽略了那些已经破产的基金的数据。波顿·马尔基尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（Burton Malkiel）和阿塔努·萨哈（Atanu Saha）对一个非常全面的对冲基金数据库进行检验，估计这两个问题的影响。在矫正偏差之后，他们发现对冲基金的收益要比我们通常认为的低很多。从1995—2003年，与标准普尔500指数12.38%的年化收益率相比，对冲基金总体获得了8.82%的年化收益率。通过其他分析，他们得出结论认为，对冲基金风险极高，同时，单只对冲基金的收益区间远远大于传统分类的资产。世界上最受尊敬的金融经济学家之一罗闻全教授也得出了类似的结论。此外，他还给出了一个关于对冲基金的风险、收益和流动性的详细分析。

私募基金和风险投资基金通常被认为是最成熟的投资工具。这些基金由一些创造力强、富有经验并且口才出众的经理人管理，这些经理人都具有可圈可点的资产管理业绩记录。他们守口如瓶，并不急于分享基金的业绩成果。因此，关于私募基金投资收益的研究就屈指可数了。然而，最完善的现有研究成果表明，外部投资者（那些没有参与管理基金的投资者）获得的收益并没有达到平均收益水平。卢多维奇·法利普（Ludovic Phalippou）和奥利弗·戈特沙尔格（Oliver Gottschalg）研究了2 000 位私募基金投资者自愿提供的1980—2003年间的数据发现，平均年化收益率（除去管理费）的表现比标准普尔500指数低了3个百分点。在一项较早的研究中，史蒂夫·卡普兰（Steve Kaplan）和安托瓦尼特·舍尔（Antoinette Schoar）得出结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

论：私募基金的收益和标准普尔500指数的收益基本相等。此外，投资经理之间的横截面方差值非常大。

一般来说，投资对冲基金看起来并没有什么优势，因为收益并没有高于市场指数。同时，更大的收益波动性也导致了更多的税收。当收益高的时候，投资者需要纳税；但当收益不理想的时候，已经上缴的税收是不会退还的。最后，对冲基金的税收结构对投资来说一点也不友善。在对冲基金行业，对受托资金收取2%的管理费是非常普遍的，这比特定水平高出了20%。如果对冲基金的收益率是每年8%，费用是每年2%，你实际上损失了25%的收益，而且还不包括如果对冲基金运转不利可能带来的损失。这种管理费用结构简直就像在高速公路上抢劫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

对冲基金市场由管理着高杠杆头寸的投资者组成。总体而言，他们要么是获得异常高的回报，要么是收益情况相当糟糕甚至面临破产的风险。对冲基金能持续获得高收益并且保护本金免受巨额损失的说法是不对的。高杠杆导致了一个结果：增加波动性。像长期资本管理公司的例子中所描述的，当损失发生的时候，波动尤为剧烈。对冲基金经理表现得不错是因为他们收取高额管理费，投资者则不然。的确有一些对冲基金是很出色的，但鉴别出它们几乎不可能，所以我的建议是避免投资对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七部分　　盈利能力与会计

巴菲特经常说，想要成为一名成功的投资者，学习会计学、了解财务报表是很有必要的。在第二十章到第二十四章，我将论述几种非常重要的思想，来帮助你了解伯克希尔-哈撒韦公司惊人的盈利能力，以及学习如何成为一名更加优秀的投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十章　M = Monopoly （垄断） = Money （财富）

当一家公司的某种产品或服务控制了整个市场，且市场进入存在壁垒的时候，垄断就出现了。我们或许会争论微软或谷歌是否已经垄断了各自领域的市场，但至少我们会肯定这种说法，微软和谷歌已经分别在个人计算机操作系统和互联网搜索领域占据着很大的市场份额。关于垄断企业和近垄断企业的研究有很多，有一点是非常明确的，那就是这些企业都获得了巨大的财富。大的垄断企业如标准石油公司（Standard Oil）、微软，小一点的如过桥收费站之类。在投资者的思想里， M这个字母不仅代表财富，还意味着垄断。所以，现在就开始寻找那些近垄断的企业吧，或者巴菲特提到过的宽“护城河”公司。

拓宽“护城河”

巴菲特经常提及的“护城河”公司这一理念，是指具有持续竞争力优势，或者在较长一段时间内，都具有维持公司盈利的保护性措施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的公司。巴菲特完全了解通过这类公司赚取超额收益的巨大优势。这在“9•11”事件不久后，他劝说伯克希尔-哈撒韦公司高层的一个摘要中可以明显地体现出来：“为了经营你们的公司，你们应该做些什么呢？答案就是我们一直以来所做的：拓宽‘护城河’，建立持续的竞争优势。”

当然，你也不一定要投资一家处在垄断发展阶段早期的公司。例如，微软公司于1986年公开发行股票。你可以先等5年，到1991年再购买微软公司的股票；或者再等5年，到1996年再投资。但如果你一直等到了1999年，微软公司那时的股价因估值过高而被政府审查，增长速度日益放缓，那你就错过了赚钱的好机会。

垄断公司的收益

垄断可以带来超平均回报，这是一个常识，也很容易被数据所证明。微软公司就是当代近垄断最好的例子。它具有相当大的权力去设定它的产品和服务的价格。无论微软为它的操作系统定价199美元还是299美元，购买电脑的用户数量都不可能发生太大的变化，因为大多数个人电脑用户都不得不使用微软的操作系统。大多数购买者，不管是新用户还是老用户，都更倾向于微软的操作系统，因为很多消费者已经习惯了这一系统。这同样也适用于微软的其他产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

微软到底有多赚钱？有一个方法可以得到答案，那就是把微软的收益和其他大型电脑公司做比较。为了更好地说明这一点， IBM就是一个很合理的比较对象。尽管IBM在电脑行业的软件和硬件领域都有投资，但它的销售收入和资产运用的收益依然可以被拿来作比较，因为两家公司都属于一个需要大力研究和开发的领域。

表20-1是微软和IBM的财务摘要。比较两家公司的基本标准就是营业收入占收入的百分比或者占总资产的百分比。过去6年的有效数据显示，微软公司营业收入占总收入的比例，或者说营业利润率为年平均34%。相比而言， IBM同期的营业利润率仅为14%。比较两家公司的营业收入与总资产的比率依然会发现，微软（过去6年的平均值为21%）比IBM的盈利能力高得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表20-1　微软和IBM的盈利能力比较

单位：十亿美元

	财务摘要——IBM					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003
收入	103.6	98.8	91.4	91.1	96.3	89.1
总资产	120.4	109.5	103.2	105.8	111.0	106.0
营业收入	15.9	13.5	13.3	12.2	12.0	10.9
营业利润率（%）	15.3	13.7	14.6	13.4	12.5	12.2
营业收入占总资产的比重（%）	13.2	12.3	12.9	11.6	10.8	10.3
	财务摘要——微软					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003
收入	60.4	51.1	44.3	39.8	36.8	32.2
总资产	72.7	63.2	69.6	70.8	94.4	81.7
营业收入	24.3	18.5	16.5	14.6	9.0	9.6
营业利润率（%）	40.2	36.2	37.2	36.6	24.5	29.7
营业收入占总资产的比重（%）	33.4	29.3	23.7	20.6	9.6	11.7

无论何时，当一家公司出现了近垄断或拥有持续竞争优势的时候，一个好的投资机会就出现了。很多情况下，这些公司可能是无法投资的，因为它们还没有公开发行股票。例如，戴比尔斯（De

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Beers）被认为是钻石开采和分销市场，甚至是高品质钻石市场的垄断企业。不过，你还是无法投资戴比尔斯。因为这是一家私人控股公司。

垄断企业需要良好的管理来维持它的盈利能力。由于它的高盈利性，垄断促进了竞争，然而一旦垄断不能继续维持，那么随着时间的推移，垄断企业的盈利能力就会逐渐下降。在制药业，一家公司可能会在某种特殊疾病的药物方面实现垄断。然而，当一种药物取得巨大成功的时候，其他制药公司也开始研究一些相似的、或许对治疗这种疾病更加有效的药物。只要对这种药物的垄断存在，它的价格就会一直维持在高位。直到竞争出现，价格才会下跌。反过来，我们可以看一个例子（下文会讲述），伯克希尔-哈撒韦公司旗下的报纸是如何完成从亏损到击败主要竞争对手，从而实现高盈利这一转变的。不过，垄断并不是永久的。例如，如果报纸不能像网络新闻和广告那样有效做出反应的话，那么也可能会面临收益下跌甚至消失的风险。

《布法罗新闻报》：盈利能力的巨大变化是如何发生的

伯克希尔-哈撒韦公司旗下拥有《布法罗新闻报》。《布法罗新闻报》位于纽约州一个以蓝领阶层和传统工业闻名的城市——布法罗。早在1977年，当伯克希尔-哈撒韦公司以3 250万美元收购《布法罗新闻报》时，该报还远逊于当地的《信使快报》（Courier Express），而且处于亏损状态。然而，自1982年10月起，它变成了布法罗地区唯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一一家大报社。在结束了和《信使快报》长期的法律纠纷之后，垄断出现了。1982年，查理·芒格写道：“如果诉讼持续下去，《信使快报》在某些地方成功改变了联邦上诉法庭的案件决议，并取得了强制令，或者哪一次罢工致使《布法罗新闻报》停工，那么《布法罗新闻报》可能都会被迫停止运营并进行破产清算。”然而，《布法罗新闻报》挺了过来，胜利的果实非常诱人。1983年，《信使快报》关闭一周年之后，《布法罗新闻报》取得了1 900万美元的营业利润，这填补了前几年的亏空，而且还有所盈余。

图20-1说明了垄断环境的优势。根据1979—1999年的有效数据，我做了一份盈利（营业利润占总销售额的百分比）报告，把《布法罗新闻报》和伯克希尔-哈撒韦公司旗下其他非保险子公司作比较，包括喜诗糖果公司、内布拉斯加家具城、博希姆珠宝公司。1983年，当《布法罗新闻报》成为布法罗唯一一家报纸，也就是接近于一家垄断公司的时候，《布法罗新闻报》的利润开始显著增长。在随后的5年里，利润更是翻了一倍，达到了4 180万美元。1999年的利润更是超过了5 500万美元，总收入也达到了1.6亿美元。总的来说，如果你发现一家公司很可能会加强它的垄断趋势，或者拓宽“护城河”，那么这家公司的利润增长时代即将到来，而你很可能因为最初的投资而赚取高额的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

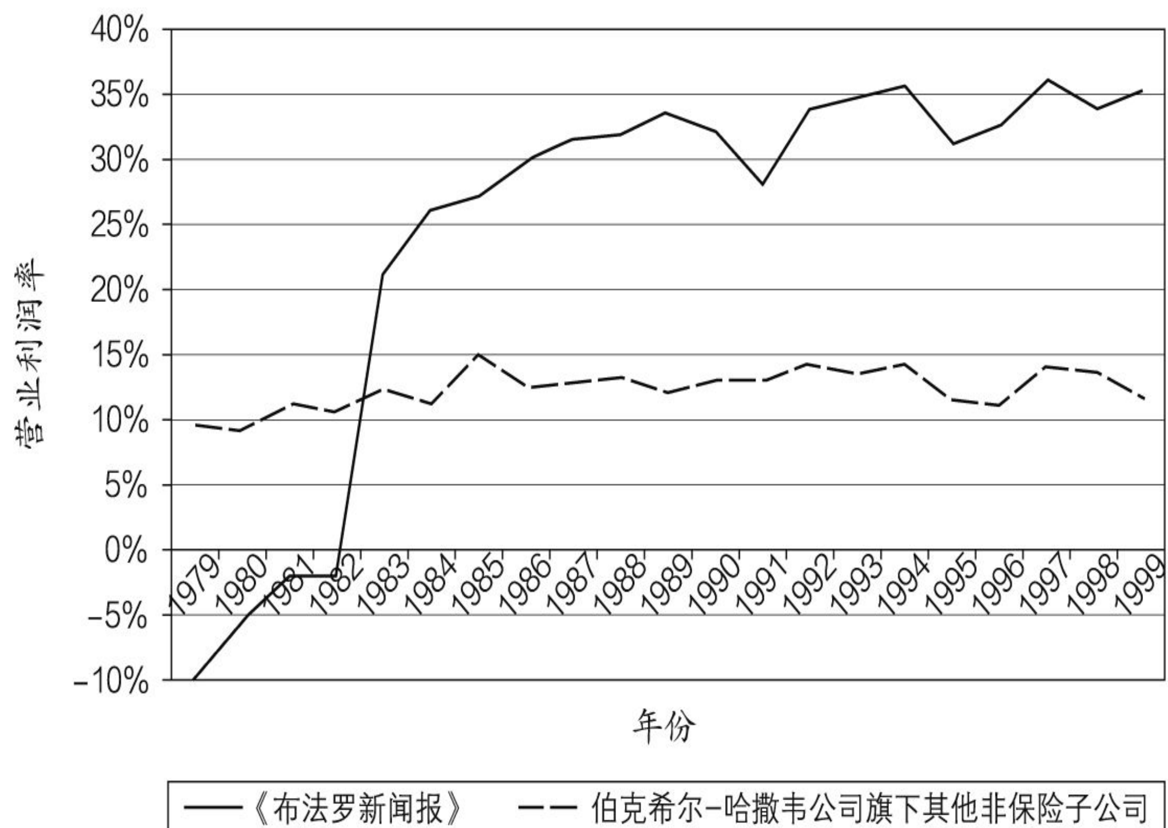


图20-1 《布法罗新闻报》1979—1999年的盈利数据

主导地位并不意味着高利润

当你寻找一家垄断公司的时候，你要仔细调查这家公司是否能在可预见的未来保持盈利。一家大公司，甚至是一家处于统治地位的公司，并不总是垄断或者近垄断公司。通用汽车公司是全球最大的汽车生产商，年平均收入为2 000亿美元，但是它却没有为股东赚钱，并在2009年破产了。通用汽车公司至少20年没有赚取过垄断利润了。它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

衰落是不可避免的：垄断并不能长久。从投资的角度来看，公司的吸引力随着竞争的到来和增长潜力的削弱开始下降了。微软自从1999年便失去了对投资者的吸引力，因为它不再像以前那样可以轻松地拓展业务和创造利润了。曾经作为全球最大电脑公司的IBM， 1950—1970年基本上垄断了其所属行业，然而现在，只能说IBM 是一家好公司。

面对来自互联网的激烈竞争， 2009年的《纽约时报》和很多其他报纸一样，虽然发行量在所属区域依然保持着主导和垄断地位，但并不十分盈利。随着盈利能力的下降，公司的股票价格也开始下跌。自2002年起，在随后的7年里，《纽约时报》和甘尼特公司（Gannett Company，《今日美国》的出版商）的股价下跌了大约90%。《华盛顿邮报》也没能幸免，它的股票价格只有前几年最高价格的一半。有些报纸通过缩减规模和谨慎投资从而盈利。但是，还有一些报纸决策失误，花再多的钱也于事无补。作为一名投资者，这时应该保持观望而不是去投资这些公司。

在大多数情况下，公用事业近垄断地主导着当地市场。但是这些公司的盈利通常是受管制的，因为它们被看作自然垄断，虽说它们的投资回报很稳定，但是并不高。双寡头垄断，也就是两家公司主导市场，比垄断更加常见。也许，可口可乐和百事可乐、波音公司（Boeing）和空中客车公司（Airbus）、联邦快递（FedEx）和美国联合包裹（UPS）都属于双寡头垄断这一范畴。这些公司通常盈利很高，不过它们的股价也高，所以投资者得到的投资回报可能就不太高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，在经济放缓的时候，它们的股价也随着市场行情开始下跌，这就为投资者提供了购买这些股票的绝佳机会。因为当经济恢复的时候，公司获得的利润肯定会回到正常水平。

如何寻找垄断公司

辨别一家垄断公司的最好方法就是观察。通常，小一点的公司在区域市场都会出现垄断的现象。虽然银行业也开始出现竞争了，但一些区域性的银行却鲜有竞争。一些度假村、油轮公司和主题公园在它们的所在地都已成为具有悠久历史、管理完善的垄断公司。迪士尼在佛罗里达州获取的就是垄断利润。嘉年华邮轮公司（Carnival Cruise Lines）也凭借其悠久的市场主导优势基本成为垄断公司。你可以研究一下经营公路收费的公司，因为很多州期待将公路收费私营化。像微软、英特尔和思科这样庞大而又著名的垄断公司或近垄断公司其实并不多。在其他不太显眼的行业里，许多机会还是存在的，诸如出口公司或其他公司的区域供应商行业。所以，通常来说，你偶然发现了一家垄断公司，当你准备出手投资的时候，一定要做一个彻底的调查。

仅仅因为一家公司似乎是垄断公司，并不一定意味着这是一个很好的投资机会。你应该通过研究这家公司的资产收益率和股东权益来确定你的最初印象，当然，你还得计算它的内在价值和安全系数。你还应该尝试估计它在未来几年内盈利能力的可持续性。有些体育专营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权，比如波士顿凯尔特人队（Boston Celtics），曾经就是公开交易的。可能还有其他类似的公司。体育专营权在其所在的市场经常以垄断形式出现，虽然并不明显，但它跟微软的盈利能力一样是可持续的。当球队输掉比赛而导致股价下跌的时候，如果你相信这支球队会恢复到正常的水平，或许就可以考虑买入这家公司的一些股票。

除了盈利能力之外，你的投资成本更加重要。垄断公司的股票，比如微软、英特尔和思科，在交易的时候，市盈率一般都比较高。即使是高市盈率，垄断公司的股票价格对于长期投资者来说也不算贵。虽然没有绝对的规则可以用来寻找临界市盈率，但我通过30年来对市场的观察发展了一种可用的方法。如果市盈率是标准普尔500指数的大约两倍，那么我就等待股价下跌。从绝对数字来看， 35倍的市盈率对我来说太高了，即使是一家正在拓宽“护城河”或者是近垄断的公司。股价周期性的下跌是由一系列原因造成的，包括没有达到分析师的销售或收益预期、某个行业的利空报告、对于加息或者经济衰退的恐慌等。对于长期投资者来说，此时正是投资2009年初价格下跌的这些股票的好机会。

不要急于抛售垄断公司的股票

我认识很多人，他们在微软公司尚处于早期发展阶段或者股价因为各种原因下跌的时候就购买了该公司的股票，然而，当他们获利达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到50%～100%时，即使微软那时在全球已经没有竞争者了，他们还是急于抛售套现。更多情况下，当他们对这家公司以及它的产品很了解时，就会意识到当初卖掉一家近垄断或一家不断成长的公司的股票是一个错误。彼得·林奇与持有菲利普·莫里斯公司（Philip Morris）和斯巴鲁汽车公司（Subaru）股票的人分享经验时解释道，如果一家公司的成长趋势良好，那么人们就不该卖掉它的股票。当你认为公司的某个竞争对手成功概率很高的时候，你就该卖出股票了。若公司股价时常维持在高位，这就不是你的投资组合加仓的理想时机。但这时候卖掉股票也是不对的，因为价格可能还会下跌，那时你就可以入手了。如果你在高位时买入了，那你就亏损了，或者就没有资金追加投资了。

垄断或近垄断公司的股价会出现周期性的大幅上涨。如果股价确实过高，比如市盈率为50倍，会不会影响股票的交易呢？重申一次，最重要的方法就是，你要研究和估计这家公司的内在价值。市盈率只是估算内在价值的一个简便方法。在做出投资决定之前，你还是应该对其内在价值进行计算。通常，一家公司的垄断优势总是会被削弱的，这也应该体现在你计算的内在价值里。如果你发现自己处于这种情况下，那么你就应该卖出股票。近年来，当我发现公司市盈率过高或者盈利能力下降的时候，我抛掉了《华盛顿邮报》和全食超市（Whole Foods）的股票。当出现这两种情况，即公司的主导地位在不断下滑，公司的未来越来越难以预测时，就是你卖出股票的好时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

标准石油公司在20世纪初期曾经是一家垄断企业。现在，尽管微软公司正在缩小市场份额，但也似乎成为了近垄断企业。长期以来，这些公司对股东的回报都很不错，直到后来，竞争不可避免地出现了。尽管强大的垄断公司并不多见，但具有持续竞争优势而且经营良好的公司却很多，如果它们的股价不高，还是非常适合做长线投资的。在伯克希尔-哈撒韦公司所持有的股票中，有美国运通公司、宝洁公司、沃尔玛公司、可口可乐公司和富国银行等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十一章　　高度竞争的行业中谁能取胜

我们认为，尽管盖可保险公司的新业务成本显著地上升了，但依然大大低于同行业的平均成本。更重要的是，我们重建业务的经营成本在美国汽车保险公司里最低。这些竞争优势都是可持续的。其他公司或许会复制我们的模式，但它们无法复制我们的经济。

——沃伦·巴菲特

保险业是一个高度竞争的行业，但盖可保险公司的盈利却远高于它的竞争对手。零售业也被认为存在激烈的竞争，但沃尔玛却比其他零售公司更加赚钱。对于一家公司来说，什么优势才能让其在商品经营方面或高竞争性业务领域保持领导者地位呢？下面我们通过研究盖可保险公司、沃尔玛和其他商业企业来寻找答案。

保险是类似于零售行业的商品经营业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沃尔玛显然主导着折扣零售业。它在同行业的竞争对手中遥遥领先，因此，很难有哪家公司能够望其项背。凯马特公司和西尔斯百货现在同属于著名的西尔斯控股公司（Sears Holding），后者被认为是沃尔玛的主要竞争对手。沃尔玛的年平均收入约为4 000亿美元，西尔斯控股公司却只有500亿美元，仅是沃尔玛的1/8。但情况也不总是这样的。凯马特和沃尔玛曾经都是主要的零售商，直到沃尔玛开始起主导作用并赢得了这场竞争的胜利。在凯马特和沃尔玛成为行业领头羊之前，其他主要零售商包括杰西潘尼公司（J. C. Penney）、西尔斯百货和格兰特公司（W. T. Grant）。或许你已经不再称呼它为格兰特了，因为在1975年，它由于无法和凯马特开展有效竞争而最终倒闭。很明显，现在很多公司都试图从沃尔玛手中抢回市场份额，然而西尔斯控股被认为是沃尔玛目前的主要竞争对手，塔吉特公司（Target）和好市多公司（Costco）也分别在服装和批发市场领域和沃尔玛展开竞争。国际上，家乐福（Carrefour）和乐购（Tesco）也在一些国家的市场和沃尔玛相抗衡。如果你关注沃尔玛，你也应该关注它的竞争对手。

在其他很多行业，比如粮食加工、金币铸造、高端零售、长途电话服务、家装材料、汽车和摩托车，随着时间的推移，一些行业的引领者也开始转变为商业企业。和沃尔玛在零售行业取得成功一样，快餐业的麦当劳和汽车保险行业的盖可保险公司的成功也有着潜在的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

领头羊的两大特征：低成本和客户满意度

“我们的价格最便宜”和“保证客户满意”是沃尔玛的两大口号，这也蕴含了沃尔玛的两大重要理念：低成本和客户满意度。 2000年4月1日，在伯克希尔-哈撒韦公司的年度股东大会上，为了回答一个问题，巴菲特从本质上赞同了沃尔玛的口号。他说道：“盖可保险公司的持续竞争优势是低经营成本和优质服务。”像沃尔玛一样，麦当劳的经营模式长时间以来已经成为商学院的学习案例。到目前为止，汉堡王（Burger King）、温迪快餐（Wendy’s）和其他很多快餐公司还不能取代麦当劳的地位。只要你了解麦当劳的低价销售和高客户满意度，你对麦当劳的长线投资就可以赢得不错的回报。 2009年11月，伯克希尔-哈撒韦公司宣布以340亿美元收购伯灵顿北方圣达菲公司。此次收购的一部分原因，是受到铁路在运输方面比卡车更具成本效益这一事实的促进和刺激。

一种优势可以持续很长时间，但成功不只有一条路。近几十年，在汽车制造业，有很多家汽车制造商先于通用汽车公司、福特汽车公司（Ford）和克莱斯勒汽车公司成为该行业的巨头。但在20世纪二三十年代，也许并不难辨别哪家公司才是新的行业领头羊：通过成功地合并奥兹莫比尔汽车公司（Oldsmobile）、雪佛兰（Chevrolet）和凯迪拉克（Cadillac）等众多制造商，通用汽车公司越来越强大。 20世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪80年代，沃尔玛的策略是不同的，它并不强调收购本地零售商。相反，沃尔玛通过建立商场带动了竞争并在竞争中脱颖而出。别忘了，优秀的管理者才是这些财富背后最宝贵的财富。阿尔弗雷德·斯隆（Alfred P. Sloan）和萨姆·沃尔顿之于通用汽车和沃尔玛，就像沃伦·巴菲特之于伯克希尔-哈撒韦。

盖可保险公司在托尼·奈斯利的领导下，侧重于通过直销来降低成本。虽然见效慢，但是效果已得到肯定，盖可保险公司通过增加广告投入和必要时降低保费等方式提升了自己在市场中的地位。通常情况下，当一家商业企业扩大了自己的市场份额，它得以保持竞争优势的人均成本也就下降了。考虑一下，例如广告费用。在《纽约时报》上做一个整版广告的费用并不取决于保险公司规模的大小。因此，客户人均成本对于一家大公司来说就很小了。对于沃尔玛来说，在星期日的超级碗（Super Bowl，美国国家橄榄球联盟的年度冠军赛）上做一个30秒钟的广告，跟凯马特相比人均成本要少很多。此外，由于销售收入少，凯马特就没有沃尔玛那么多的广告预算了。一旦竞争优势建立起来，想推翻行业领头羊就很困难了。

不过，也应该小心那些曾经的主导企业，它们有爆发的潜力。凯马特失败的主要原因就是在不相关的领域盲目扩张，比如DIY商店（建筑者广场， Builders Square）和药店（佩雷斯药店， Payless Drug Stores）。技术上的变革也会影响到竞争性的领域，尤其是当行业主导者想当然地以为自己具有竞争优势的时候。典型的例子就是曾经主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

导着电脑行业很多年的IBM。 20世纪80年代，当个人电脑市场开始兴起的时候， IBM自以为会保持主导地位，但结果却不是这样。

互联网的发展对巴诺书店（Barnes and Noble，美国最大的实体书店）在图书行业的主导地位产生了不利的影响。亚马逊网站在图书销售的收入方面已经成为行业的新领导者。随着时间的推移，亚马逊在不断增强它的行业主导地位，因此，它的成本优势也开始增强。亚马逊也从沃尔玛手中抢占了一些市场份额。无论如何，沃尔玛的主导地位总有一天也将被削弱，但我不能肯定最终是哪家竞争对手站出来挑战沃尔玛。如果你对零售业的认识比较深刻，你就能更早地选出这样一名候选者并且对这家公司进行投资。

第二个影响商品经营成败的重要因素是客户服务，或者说是客户满意度。美国运通公司并不是第一家信用卡公司，大来信用卡公司（Diners Club）才是，但美国运通却后来居上，通过其优质的客户服务打出了自己的名气，并占据了很大的市场份额。有趣的是， VISA在它们之后进入市场，却通过低价策略迅速成为市场的领导者。至少目前来看， VISA、万事达卡（MasterCard）和美国运通卡正通过各自不同的产品很好地为市场服务。运通的主要优点是卓越的客户服务，但总体上要比VISA和万事达多收大约1%的费用。基于这个原因，你可能会发现，很多公司通常服务的只是市场中的某一部分客户群体。在信用卡领域，美国运通倾向于服务高端客户以收取更高的年费和预订机票的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

良好的服务是伯克希尔-哈撒韦公司在传统行业取得成功的重要因素。巴菲特通过以下两个例子解释了伯克希尔-哈撒韦公司客户服务的重点所在：“我们的两家管道公司，克恩河天然气管道公司和北方天然气管道公司，都是在2002年收购的。一家叫作马莎图（Mastio）的公司给天然气公司的客户满意度进行排名，在我们进行收购的时候，克恩河天然气管道公司在44家公司中排名第9，北方天然气管道公司排名第39。这样一来，我们就有工作要做了。 2009年，在马莎图公司给出的排名中，克恩河天然气管道公司已经排在了第一位，而北方天然气管道公司排在第三位。查理和我对公司的这种表现实在是太高兴了。” 2008年，由密歇根大学举办的美国客户满意指数调查显示，盖可保险公司比它的主要竞争对手好事达保险公司（Allstate）、前进保险公司和州立农业保险公司（State Farm）排名都要高。看起来既不是低价也不是客户服务，而是两者的结合才是公司在高竞争行业的制胜策略。

正如一家公司的成本优势随着市场份额的增加而日益明显，客户满意度也是如此。由于零售客户数量的增加，沃尔玛的很多店面开始24小时营业。在我家附近，沃尔玛也是24小时营业，但凯马特却不是。商店营业时间长往往能够降低成本并且让客户感到满意。

公司如何将低成本保持下去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司保持低成本的方法多种多样。沃尔玛至今仍将公司总部设在阿肯色州本顿维尔市（Bentonville）的一个小镇上。即使在旅行的时候，公司管理人员也是共享酒店房间，并且不在高档餐厅用餐。尽管对公司来说，最大的成本是商品销售成本，但成本优势似乎更多地体现在间接成本和开销成本上。例如，你有没有想过，为什么在许多高档餐厅，午餐价格要比晚餐价格便宜很多？那是因为餐厅每个月交固定的租金，如果它们能做一些额外的生意，那么每餐的平均成本就会下降。同样，即使那些高档餐厅在正常晚餐时间会有大量的顾客，但降低价格有助于在当天早些时候吸引更多的顾客。在我最喜欢的、新奥尔良的一家餐厅，晚上6:30以前的晚餐价格在调整之后只要19美元，然而同样的晚餐，在6:30 以后却要花费两倍的价钱。延长营业时间也减少了管理费用成本，吸引了另一部分顾客。这就是被人熟知的经济学术语——价格歧视。航空公司在下午航班和非营业日提供打折机票，也是利用这一原则来提高利润的。

你可能会惊讶地发现，毛利率并不是驱使沃尔玛盈利的动力。多年以来，凯马特和沃尔玛的毛利率基本相同，但是沃尔玛的存货周转率比凯马特高得多。众所周知，沃尔玛拥有非常高端的、技术先进的系统以维持库存的运转。这大大降低了每件售出商品的管理成本，也带来了较高的盈利。

适当地运用技术可以大大降低管理成本。在电话普及之前，盖可保险公司甚至不能直接将保险产品销售给客户。如今，很多公司利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

互联网和其他技术，采用新方法来管理公司的运营。作为一名投资者，你应该关注技术是如何被用来改善公司的成本结构的。你并不需要去购买那些发明新技术的公司的股票。寻找那些能够有效使用这些技术的公司似乎更容易一些。

在伯克希尔-哈撒韦公司的子公司中，至少有一个低成本的公司案例。在购买飞机后，巴菲特认识到，这架飞机在大部分时间里是闲置的。如果能够想出一个方法来更加充分地利用这架飞机，那么间接费用就可以减少。 1998年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了耐特捷公司，该公司负责国有飞机的分销和分管。在耐特捷公司，巴菲特遵循与盖可保险公司和沃尔玛相同的低成本原则，发展了新的业务，尽管耐特捷公司面对的客户群体主要是富人。虽然公司之间有业务上的差异，但耐特捷公司很有可能会像曾经的盖可保险公司一样成长。很多公司最后都会面临激烈的竞争，只有遵循沃尔玛的低成本和客户满意度策略，公司才得以幸存。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

当你下次光顾沃尔玛的时候，想一想其他类似的公司，它们不一定属于同一个行业。你应该问：哪家公司最像沃尔玛？谁的产品比竞争对手卖得便宜但是服务又像沃尔玛一样好呢？例如，当航空业放松管制的时候，赫布·凯莱赫（Herb Kelleher）旗下的西南航空公司（Southwest Airlines）通过低成本、优质客户服务的策略，为它的股东带来了丰厚的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十二章　房地产、工厂和设备，好投资还是坏投资

巴菲特和我一生都很讨厌投资铁路行业，它们都是资本密集型行业……而且这个行业长久以来一直很可怕，对投资者的回报也很糟糕。

——查理·芒格

先不考虑查理·芒格所说的话，自2006年至2008年，伯克希尔-哈撒韦公司共计收购了7 010万美元的美国铁路股——伯灵顿北方圣达菲公司。2008年年底，该公司市值达到53亿美元，是伯克希尔-哈撒韦公司所持股票中市值最高的。2009年11月3日，随着伯克希尔-哈撒韦公司宣布将继续收购其剩余股份，伯灵顿北方圣达菲公司在2010年成为伯克希尔-哈撒韦公司的全资子公司。那么，是巴菲特和芒格改变了他们对于资金密集型公司投资的看法，还是出于其他的原因？答案是，即使在收购伯灵顿北方圣达菲公司之前，伯克希尔-哈撒韦公司也经常投资资金密集型公司。美国航空公司、中国石油和浦项制铁（POSCO，一家韩国钢铁公司）都基本属于资本密集型公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本密集度

我们通过伯克希尔-哈撒韦公司持有的10家普通股来确定巴菲特是否喜欢投资低资本密集型公司。在表22-1中，我分析并列出了伯克希尔-哈撒韦公司的十大持有股，以便我们了解这些公司的资本密集程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表22-1 伯克希尔-哈撒韦公司的控股公司及其资本密集度

单位：十亿美元

公司	伯克希尔-哈撒韦公司投资的普通股的市值[a]	公司总资产	房地产、工厂和设备（PPE）	PPE占总资产的比例（资本密集度）
美国运通公司	2.8	126.1	2.9	2.3%
伯灵顿北方圣达菲公司	5.3	36.4	30.8	84.6%
可口可乐公司	9.1	40.5	8.3	20.5%
康菲石油公司	4.4	142.9	83.9	58.7%
强生公司	1.8	84.9	14.4	17.0%
卡夫食品有限公司	3.5	63.1	9.9	15.7%
宝洁公司	5.7	138.2	19.0	13.7%
乐购	1.2	45.0	31.8	70.7%
美国合众银行	1.9	265.9	1.8	0.7%
富国银行	9.0	1 309.6	13.5	1.0%

a截至2008年12月31日。

只有三家公司可以很容易被列为资本密集型公司，这三家公司分别是伯灵顿北方圣达菲公司、康菲石油公司和乐购，其中，房地产、工厂和设备占总资产的比例达到了50%以上。还有三家公司即美国运通公司、美国合众银行（U. S. Bancorp）和富国银行却恰恰相反，基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不需要房地产、工厂和设备。从表22-1来看，巴菲特似乎并不倾向于投资高资本密集型公司。我们是否可以得出这样一个结论：普通投资者应该少投资或者不投资高资本密集型公司的股票呢？这个问题值得探讨。

由于高资本密集型公司将大量投资放在房地产、工厂和设备上，它们通常对市场力量和经济变化的反应比较迟缓。对于一家汽车制造商来说，当竞争对手的产品在市场上开启了一个新的趋势时，它很难改变当前的产品以应对变化。高资本密集型公司的可变成本低，而固定成本较高，这也意味着高经营风险。形势一片大好的时候，利润增长的速度比销售增长的速度要快；而当经济不景气时，利润下降的速度也比销售下降的速度要快。这种周期性加剧了金融杠杆的作用。高资本密集型公司的杠杆往往更高，因为它们更容易用房地产、工厂和设备来做抵押。

业务风险和财务风险的结合表明，高资本密集型公司面临可以威胁到企业生存的严峻经济形势的概率更高一些。换句话说，投资这些公司的股票，股价下跌的风险很大。这是避免投资这些公司的一个很好的理由。如果市场这样看待风险，高资本密集型公司的股票回报也会很高，但事实似乎并非如此。我们可以把道琼斯运输业平均指数当作高资本密集型公司的代表，因为运输指数里的很多公司都是高资本密集型公司。道琼斯运输业平均指数里包含股息的数据只有1993年以后的。 1993—2008年，道琼斯运输业平均指数包括股息的年收益率是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7.1%（是16年前的201%），而道琼斯工业平均指数则为8.6%（是16年前的276%）。

从长远看来，高资本密集型公司做得不好的原因可能是，当企业需要转型的时候，公司却遇到了问题。来看一家航空公司的例子，当需求下降的时候，飞机只能坐满一半的位置，但飞行员和飞机的数量又很难减少。另一方面，低资本密集型的公司比如美国运通公司，可以很容易地削减雇员人数。

除了投资独立交易的普通股，伯克希尔-哈撒韦公司还拥有高资本密集型行业内几家公司的、非独立交易的普通股。公用和能源行业的总资产达到416亿美元，其中有285亿美元或者说69%是房地产、工厂和设备。飞安国际公司、伊斯卡公司和马尔蒙控股公司也同样处于高资本密集型行业。我估计，伯克希尔-哈撒韦公司在这一行业的投资已经超过了100亿美元。所以说，巴菲特并非回避所有高资本密集型公司，这些公司的数量在伯克希尔-哈撒韦公司的投资组合中也在逐年增加。

资本密集度和管理质量

巴菲特和芒格什么时候才会认为一家高资本密集型公司是值得投资的呢？我们一起回到航空业，伯克希尔-哈撒韦公司对美国航空公司的投资并不是很成功，但同样是资本密集型的西南航空公司，却为股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

东带来了丰厚的回报。那么，西南航空公司和其他航空公司有什么区别呢？

主要的区别在于，当时西南航空公司有一位优秀的CEO赫布·凯莱赫在经营。因为他不仅创建了这家公司，同时还持有着庞大数量的个人股份。 2009年，这家公司的市值已经达到80亿美元，而凯莱赫持有大约12%的普通股，这还是他在1971年创建公司的时候就一直持有的股票数量。在他担任西南航空公司CEO期间，他把西南航空作为低成本公司来运营，并且没有盲目开展其他业务。在凯莱赫76岁的时候，即使他已经放弃了CEO的职位，他依然是董事会主席。论及公司管理、所有者股份和对公司的贡献，凯莱赫并不亚于巴菲特。

管理质量对于想取得成功的高资本密集型公司而言，比低资本密集型公司要重要得多。当经济状况不佳时，高资本密集型公司的管理不能放松，也不能为了改变而改变。在经济衰退时期，如果一家高资本密集型公司犯了一个严重的错误，或许会导致公司陷入财务危机，甚至可能面临破产的风险。这些年来，很多航空公司已经破产，而且有些甚至已经破产两次了。几家铁路公司和美国钢铁公司至少已经破产一次了。通常对于高资本密集型公司来说，投入大笔资金以及从债权人处借入资金，很容易增大它们在经济衰退时期陷入困境的概率。解决这个问题的一个办法就是，像伯克希尔-哈撒韦公司经常做的那样，持有公司的大量股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1963年，就在巴菲特向伯克希尔-哈撒韦公司投入巨资之前，公司的资本密集度也非常高，房地产、工厂和设备的净值构成了总资产的大约32.5%。 10年之后，也就是1973年年底，房地产、工厂和设备的净值占总资产的比重只有1%。在谈到巴菲特前25年犯的一些错误时，他说道：“我犯的第一个错误，就是购买了伯克希尔-哈撒韦公司的控制权。”当公司面临亏损的时候，想要迅速撤出在工厂里的投资并不容易。工厂资产被使用几年以后，工厂才可能会关闭。这几年不仅是对需求下降做出反应的缓慢的过程，解决技术难题等方面的调整也会消耗宝贵的管理时间。

当你投资一家高资本密集型公司的时候，你的性格也许会是你的敌人。高资本密集型公司的盈利变化很快，所以它的股价也可能会出现周期性大幅下跌。在经济不景气的时候，投资者可能会紧张，然后抛掉所持有的高资本密集型公司的股票。但在这个时候抛售股票绝对是错误的。如果前景不受影响，那么市场的悲观情绪或许恰恰为这个时间买进股票提供了机会。想想伯克希尔-哈撒韦公司在2009年11月宣布收购伯灵顿北方圣达菲公司这件事吧。公司在2006—2008年间以每股78美元的价格购买了伯灵顿北方圣达菲公司最初22%的股份。 2008年6月，股市整体下滑，伯灵顿北方圣达菲公司的股价也下跌到了每股114美元，随着2008—2009年间的市场崩溃，伯灵顿北方圣达菲公司的股价也出现了显著的回落。当股价以每股76美元交易的时候，伯克希尔-哈撒韦公司以每股100美元的价格收购了剩余的股份。如果市场和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯灵顿北方圣达菲公司的股价没有下跌，巴菲特是不可能出价收购公司剩余股份的。据报道，巴菲特称每股100美元是他能给出的最高价格了。

你还应该考虑这家公司是不是仍处于成长阶段。成长阶段的高资本密集型公司比其他公司更盈利，因为它的管理费用分摊在更大的产量之上。因此，公司的股价也上涨得更快。你也许还记得钢铁公司、基础设施公司、房地产公司这几年的蓬勃发展。一直到2007年之前，也就是经济形势良好的时候，投资者还将大量资本投资于房地产、工厂和设备，因为这很容易为他们筹集资金。然而，随着2008—2009年经济的衰落，投资者很有可能会遭到重创。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

对于普通投资者来说，最好不要投资高资本密集型公司，因为这种公司的股票下行的风险很高。不过这并不意味着，你在很了解高资本密集型公司的情况下也要放弃好的投资机会。管理质量对于这些公司来说，比其他公司要重要很多。伯克希尔-哈撒韦公司大手笔投资了伯灵顿北方圣达菲公司后，将会更加有效地管理和经营这家公司。这也许是巴菲特决定投资这家公司的另一个原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十三章　成功的关键：净资产收益率和其他比率

判断企业成功的最佳指标就是企业的投入资本收益率。

——本杰明·格雷厄姆、大卫·多德、西德尼·科特尔

从长远来看，只有基本业务获得可观的投资回报，你持有的股票才有可能获利颇丰。从股东的角度来看，净资产收益率（ROE）是最好的标准，因为它将股东回报和公司回报从一个整体中分离出来。

净资产收益率：一家企业的基本业绩

当讨论到一家企业的基本业绩时，巴菲特经常提到财务比率。而财务比率中最重要的，当属净资产收益率，即净利润与股东权益的百分比。好市多是一家运营良好的公司，我以它为例来说明净资产收益率及其相关问题中值得注意的方面。我们来看看表23-1，好市多公司过去12年的净资产收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年复一年，好市多公司创造了超过10%的净资产收益率，最近12年以来的平均净资产收益率为12.9%。那么，股票收益是不是也一样高呢？好市多公司的财务年度通常截止到8月份，收入数据公开则是在同年的11月。为了比较12年间的股票收益率和净资产收益率，我们应该使用1996年11月至2008年11月的数据。在此期间，好市多公司的股价（调整价）从11.6美元增长至51.47美元，不分红的年化收益率是13.2%，分红后的则为13.8%，因此，股票收益率和净资产收益率比较接近。每股盈利的年化增长率接近13.6%。然而，由于种种原因，不可能每家企业都一样。即使是好市多一家公司，在不同的阶段净资产收益率也可能不同。例如，收益受到市盈率扩张或收缩的影响，而与净资产收益率无关。总体来说，一段时间内的净资产收益率可以帮助投资者判断最终影响股票收益的基本业绩。

由于净资产收益率是由会计数据计算的，你应该把它当作估计股票收益的起始点，但也应该注意不要盲从于数字。正如你所知道的，当运用会计数字进行复杂的运算时，有很多注意事项需要考虑。例如，当一家公司在市场上购买自己公司的股票或者支付股息时，由于账面资产价值减少，那么净资产收益率可能暂时会变得非常高。在一般情况下，你不应该依赖于任何一个财务比率，而应该研究在较长时间内每股盈利的增长情况，看它是否超过了净资产收益率的水平。任何一个财务比率都可能是没有意义的，也可能在某些情况下误导你的推论。下面这个例子可以说明这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我在2005年分析了IBM公司2004年的财务数据，发现2004年之前6年的平均净资产收益率是31.5%。乍一看，这个数字似乎很不错，然而IBM公司的每股收益却少得可怜。自1999年以来，每股收益一直保持在4.25美元，只有2004年增长到了4.93美元。根据复利计算，每年的增长率仅为2.5%。如果净资产收益率是31.5%，那么为什么每股收益却没有增长呢？这些收益用到哪里去了呢？再次对财务报表进行分析，我发现了其中的主要原因。该公司以市场价购买股票，却分发给员工作为补贴。对于IBM，最终结果是一些盈利被有效地用于员工补贴和回购，而股东权益并没有增长。正如IBM的例子中所说的，如果收益没有增加，那么你应该核实一下股东是否得到了股息，公司是否在回购股票，还是资金正在以一种不产生效益的方式被使用。

当你对计算出来的净资产收益率和盈利增长不满意的时候，你可能还要问：“什么是公司的普通股价值？”通常一个简单的回答是无法解决这个问题的，但是通过分析财务报表，你可以了解到正在发生的事情。如果你不知道答案，那么就不要投资这家公司。这个忠告和巴菲特的“投资者应该待在自己的能力范围内”这一说法有些类似。在这种情况下，我更加关注公司的会计产出，比如收入，而不是公司的产品。在IBM的例子中，近些年来股息以6%的速率增长。使用这个增长率和10%的贴现率，我给IBM的估值是每股25美元。考虑到IBM目前每股90美元的价格，我的估值似乎很离谱，但我不会投资这只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产收益率

资产收益率和净资产收益率往往会同时出现。计算资产收益率的主要目标是为了获得衡量公司独立融资表现的标准。资产收益率介绍了公司所有资产的表现而不只是权益。因此，分母是总资产，分子是利息支出纳税调整前的收入。表23-1中给出的资产收益率是用净收入加上税后利息费用总额然后除以总资产得来的。此外，为了简单起见，分子和分母的数据都采用了当年年底的数据。不过，无论是使用年终的数据还是使用平均值，得出的结论都是相似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表23-1 好市多公司的净资产收益率和资产收益率

单位：百万美元

财年	净收入	股东权益	净资产收益率（%）	总资产	利息支出纳税调整	资产收益率（%）
1997	312	2 468	12.6	5 476	46	6.5
1998	460	2 966	15.5	6 260	29	7.8
1999	397	3 532	11.2	7 505	27	5.6
2000	631	4 240	14.9	8 634	23	7.6
2001	602	4 883	12.3	10 090	19	6.2
2002	700	5 694	12.3	11 620	17	6.2
2003	721	6 555	11.0	13 192	22	5.6
2004	882	7 625	11.6	15 093	22	6.0
2005	1 063	8 881	12.0	16 514	20	6.6
2006	1 103	9 143	12.1	17 495	8	6.3
2007	1 083	8 623	12.6	19 606	38	5.7
2008	1 283	9 192	14.0	20 682	61	6.5

对净资产收益率和资产收益率的比较告诉我们，公司在什么情况下会使用隐式杠杆或者显式杠杆。资产负债表中负债部分的很多项目都是不计息的。所以，通过审查利息费用和分析资产负债表并不能知道公司的财务杠杆程度。举例来说，在保险公司，对于应付账款或票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据都没有明确的利息费用。对好市多公司来说，需要注意的最重要的一点是，由于低成本负债这一隐式杠杆的使用，平均净资产收益率达到12.9%，大约为平均资产收益率（6.4%）的两倍。看来，好市多公司也已经使用不计息负债，比如应付账款等，以将低资产收益率转变为高净资产收益率。

对于净资产收益率和资产收益率的讨论让我们意识到，在了解公司的基本盈利能力时，会计知识是我们的朋友。这个分析同样可以帮助你评估管理质量。如果管理质量好，财务报表通常都很容易看懂。你应该查看财务比率而不仅仅是资产和权益，来帮助你评估管理层的表现。最终，绩效指标之后还是人在起作用。我只讨论了两个重要的比率，但这并不意味着它们对于每家公司都是最重要的。这取决于公司的商业模式，以及你想要更好地了解基本业绩的哪个方面。在决定使用哪几种比率并如何对它们进行阐释之前，你应该仔细地思考财务比率。特别是要明确，深入挖掘财务报表的主要目标是更好地预计未来收入和评估内在价值。

巴菲特与会计学

巴菲特鼓励投资者要掌握良好的会计知识。在伯克希尔-哈撒韦公司的一次股东年会上，纽约大学的一名MBA学生针对如何培养巴菲特式的技能向他询问建议。在巴菲特的回答中，他提到，学生应该尽可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多地学习会计课程。记住，你是一名消费者，而不是编制财务报表的人员。要表现得像一名试图通过阅读财务报表来熟悉公司业务的侦探一样。作为财务报表的读者，你可以发现很多有趣的幕后故事。

会计数据是基于大量的估计值，并不是真正的“硬数字”。然而，学术研究却表明，会计知识可以被用来开发和完善长、短期的投资策略。当研究财务报表的时候，你要做一个怀疑论者。“管理者在思考会计问题的时候，永远不要忘记亚伯拉罕·林肯最喜爱的一个灯谜，‘如果你把狗的尾巴当作一条狗腿，那么这只狗有几条腿呢？’答案是四条。因为狗尾巴不会因为你把它当作狗腿就真的变成了狗腿。即使审计师愿意证明尾巴也是一条狗腿，管理者也应该记住，林肯这句话是正确的。”大部分的会计数据还是可靠的，但你还是要保持警惕。以下关于会计方面的内容是你需要牢牢记住的：

1. 会计师做过很多假设。报表中的每个数字都是基于假设，而这些假设又因为不同的公司而不同，会计准则也随着时间而不断改变。下面有两个例子。第一个，如果一家公司拥有一座建筑物，那么其报表中的折旧费用就是基于假设的；第二个，预期未来费用，比如，对退休员工承诺的医疗福利也是基于预期寿命和未来费用的假设。

2. 大多数的会计数据在本质上都是过时的。当有人问起你的房子的价格时，你很可能会给出一个当前的市场价格。与此相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房地产、工厂和设备的会计价值是由它们的折旧值决定的。不过土地却从不贬值。假设像通用电气这样一家公司在100年前花500万美元购买了一些地皮，即使是100年以后，财务报表上这些土地的价格依然是500万美元。

3. 对于流动资产，会计师可能使用也可能不使用市场价格。这种做法令人困惑，因为公司在会计方法上是可以有自己的选择的，这取决于公司作为投资所持有的股票和债券的数额。有些资产和负债可以按市价计算，有些则不可以。

4. 会计师应该是保守的。通常，他们确实是保守的。但在很多情况下，他们也是激进的。还记得世通公司的会计师由于太过激进从而导致报表中的收入过高吧，他们的这种做法很容易被看穿。1999—2002年间，世通公司将共计81亿美元的费用错算在了资产账目里。由于金额巨大，当这件事情被披露的时候，公司马上就破产了。所以，你也不应该总是假设会计师是保守的。

在伯克希尔-哈撒韦公司的年报中，巴菲特经常提到会计。通常情况下，你对于会计越擅长，对于财务报表就越了解，推而广之，就越善于研究和评估公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

最终，你所投资的普通股的回报将取决于业务资金的基本回报，而这可以通过净资产收益率和资产收益率来衡量。这些收益如果使用得当，每股收益将会增长，从而带动股价上涨。因此，通过计算净资产收益率、资产收益率和其他财务比率，诸如每股收益增长、账面价值来判断公司的基本业绩，对你来说是至关重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十四章　　　会计商誉的重要性

即使你丝毫不考虑（会计）商誉，你也可以生活得充实、有意义……但是，投资和管理专业的学生应当了解有关这个主题的细微差别。

——沃伦·巴菲特

告诉你一个令人惊讶的事实：财务报表中出现的会计商誉，与日常生活中使用的商誉一词几乎没有任何关系。然而，这个词在公司的资产负债表中却占据总资产很大的比重。为了更好地理解会计商誉，我列举了一些著名公司的商誉和其他资产的数据。同时，我还会讨论它们在评估公司盈利能力方面对你的影响。

会计商誉和它的经济价值

表24-1是一些著名公司结合当前商誉价值的资产负债表。作为这些公司总资产的一部分，商誉所占比重从康菲石油公司的3%到宝洁公司的42%不等。这里并没有显示出这些比重和日常用词商誉有着直接的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关系。对微软来说，报表中商誉的120亿美元仅仅是公司总资产的17%。相应地，宝洁公司600亿美元的商誉是公司总资产的42%。你该如何分析财务报表中的商誉呢？

表24-1　2008年一些大公司的商誉和其他资产

单位：十亿美元

	伯克希尔-哈撒韦公司	可口可乐公司	康菲石油公司	通用电气公司	微软公司	宝洁公司
现金	26	5	1	48	10	3
投资	102	6	0	21	13	0
应收账款	29	3	12	365	14	7
库存资产	8	2	5	14	1	8
房地产、工厂和设备的净值	45	8	84	79	6	38
商誉	34	4	4	82	12	60
其他资产	24	12	37	189	16	27
总资产	267	40	143	798	73	144
商誉占总资产的比重（%）	13	10	3	10	17	42

考虑一下伯克希尔-哈撒韦公司报表中340亿美元的商誉吧。这些钱是从哪里来的呢？这个数额代表了伯克希尔-哈撒韦公司通过一系列收购所得到的、包括现金和股票等无法区分的净资产。举个例子，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1998年，伯克希尔-哈撒韦公司以220亿美元收购了通用再保险公司，但通用再保险公司当时的净资产只有70亿美元。伯克希尔-哈撒韦公司在报表中把剩下的150亿美元计入了商誉。同样，在1996年，当收购盖可保险公司的时候，伯克希尔-哈撒韦公司增加了16亿美元计入商誉。近些年，伯克希尔-哈撒韦公司全部340亿美元的商誉来自各种收购。除了通用再保险公司和盖可保险公司之外，冰雪皇后、经理人喷气机航空公司和伊斯卡公司都给伯克希尔-哈撒韦公司的商誉做出了贡献。

作为一名投资者，你可能想要知道，伯克希尔-哈撒韦公司商誉的经济价值是大于还是小于340亿美元。首先，为了获得商誉，伯克希尔-哈撒韦公司确实花费了340亿美元的现金或者股票。因此，从一名投资者的角度来说，报表中的商誉和其他资产是相似的，比如房地产、工厂和设备。那么，接下来的内容就是分析商誉对于创造收益方面的作用。

商誉和收益

为什么伯克希尔-哈撒韦公司会溢价收购盖可保险公司、通用再保险公司和伊斯卡公司呢？溢价的主要原因就是被收购企业具有增长潜力。巴菲特预期这些公司会成长，所以他愿意支付溢价。再来看看盖可保险公司。盖可保险公司的收入从1996年的30亿美元增长至2008年的120亿美元，平均每年的增长率是12%。如果在收购的时候这个增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率比商誉高，那么商誉的经济价值比财务报表中所显示的数据要高。我们不知道收购的时候巴菲特预期的增长率是多少，但考虑到盖可保险公司处于成熟产业，12%已经是一个非常出色的增长率了。因此，商誉的经济价值应该高于伯克希尔-哈撒韦公司在报表中体现的16亿美元。在这个案例中，商誉就像是房地产，尽管其价值已经增加，却没有反映在资产负债表中。

还有一点应该考虑，那就是被收购公司的CEO是否希望增加股东价值或者有其他的收购原因。如果有一些其他动机，比如CEO自视甚高，那么最好就不要购买这家公司的股票。至少，商誉的价值会大大降低，在很多案例中，甚至可以直接被假设为零。在伯克希尔-哈撒韦公司的CEO案例中，答案是显而易见的。我们知道很多有关巴菲特在所有者定位方面的历史记录，因为巴菲特和芒格在伯克希尔-哈撒韦公司可以有效地掌握自己的权益，所以他们没有必要为了扩大公司规模或者为了一些不正当的收购而承担风险。

巴菲特在论述商誉的时候，提到了他收购喜诗糖果公司的情况："1983年，喜诗糖果公司在1 100万美元净营业资产的基础上，获得了税前大约2 700万美元的收入；1995年，在净营业资产为500万美元的基础上，获得了5 000万美元的收入。可以很明显地看出，在这段期间，喜诗糖果公司的经济商誉呈现戏剧化的增长而不是下降。"固定资产被使用以后，它们的价值往往由于折旧而下降。但你不必以相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同的方式来看待商誉。内部产生的商誉不会出现在财务报表里。那么，我们应该如何思考商誉和收益呢？

收购企业的商誉和收益

伯克希尔-哈撒韦公司的业务主要有三大类：保险业；制造业、服务业和零售业；金融和金融产品业务。在这一小节，我将拿出第二种类别中的最新数据来说明投资者应该如何看待会计商誉，应该如何考虑未来收益。

表24-2是伯克希尔-哈撒韦公司旗下在制造业、服务业和零售业的子公司的资产负债表，包括迈铁公司（MiTek）、萧氏工业集团、耐特捷公司、麦克莱恩公司和其他一些公司。在2008年年末，集团的所有者权益为307.79亿美元，这一年的净收入是22.83亿美元。为了简单起见，我选用了年末数据，得出的净资产收益率是7.4%（22.83/307.79）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表24-2 伯克希尔-哈撒韦公司旗下的制造业、服务业和零售业

单位：百万美元

资产负债表，2008年12月31日			
资产		负债和所有者权益	
现金和等价物	2 497	应付票据	2 212
账目和应收账款	5 047	其他流动负债	8 087
存货	7 500	流动负债总额	8 103
商誉和其他无形资产	16 515	递延税款	2 786
固定资产	16 338	长期债券和其他债务	6 033
其他资产	1 531	所有者权益	30 779
	49 897		49 897

成功的投资需要有远见的头脑。想一想伯克希尔-哈撒韦公司未来的收益率可能会增长到多少。一个简单的方法是想象几年后，在这一领域的伯克希尔-哈撒韦公司的子公司，其规模将要扩大到现在的两倍，利润也将达到现在的两倍。换句话说，这种情况可能会在10年内实现，也就是当纯收入翻番的时候，或者达到45.66亿美元的时候。为了得到更多的纯收入，总资产不需要是初始资产的两倍，这是因为不需要再为资产中的商誉支付资金了。为了维护公司的商誉，有些钱必须得花，但令人难以置信的是，需要的资金是初始资金的两倍。这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为在计算纯收入的时候，那些为了维护商誉所进行的调查和开发的费用已经从收入中扣除了。

对于这个例子，我做了一个合理的假设，商誉的成长不再需要其他额外的费用。除去商誉，还需要498.98亿美元减去165.15亿美元，也就是333.83亿美元。如果债务数额与2008年的191.18亿美元等同，那么还需要新增权益142.65亿美元。新增权益后的净资产收益率是2 283/14 265，也就是16%。这的确是一个非常不错的收益率。如果你忽略了商誉特殊的一面，你得到的会是一个错误的净资产收益率，即我们之前计算出的7.4%。我重申一次，在所有这些预测中，我们做了很多假设，每个人都应该永远记住这一点。总之，如果一家公司有成长潜力，有良好的管理，那么你就可以计算这家公司不包含商誉的收益率，然后用你计算出的数字去估算该公司的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

财务报表中列出的商誉只涉及收购，是在收购时支付的、超过净资产的那部分金额。如果一家公司在被收购以后继续保持着收入和利润率的增长，那么净资产收益率也会增长，因为通常不需要再为商誉做额外的投资了。对于管理良好的公司来说，商誉的确是一笔宝贵的资产。因此，在计算净资产收益率和内在价值的时候，你需要特别留意商誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第八部分　　投资心理学

巴菲特经常提到，在短期内预测市场是比较困难的，这是因为市场参与者并非都是理性的。如果你能够很好地处理市场行情带来的上下波动，你就能够成为一名更优秀的投资者。在第二十五至第二十六章，我会从心理学的角度来探讨一些重要观点，以帮助读者更好地理解市场和自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十五章　　你该知道多少心理学知识

购买一只股票最愚蠢的理由就是你认为它会上涨。

——沃伦・巴菲特

很多投资者为了追赶股价而做出愚蠢的决定。你是否也是如此呢？如果是，那又该怎么办呢？我们可以通过学习心理学来获取更好的答案，而不是仅仅局限在学习金融领域的知识。极具吸引力的心理学领域已经不再局限于社会背景下的人类活动了。近年来，行为金融学已经使得有关股票价格和市场参与者投资行为的心理学理论更为清晰。从根本上讲，市场上影响股价的两个主要因素是企业的基本面和人类行为，他们各自发挥作用。然而，把这两者结合起来，而不仅仅是依靠基本面做出判断，将对你在股市上做出智慧的选择起到更为重要的作用。过于详细地探讨心理学可能不利于我们实现成为更优秀的投资者的目标，所以，接下来的内容只会涉及从投资视角引入的重要话题。

大众与你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

你不需要获得心理学学位就能够理解，短期内股票价格大幅偏离其基本价值，是因为市场参与者很可能出现从众行为。这也许就是你需要了解的、有关市场心理学的重要概念。当人们不能很好地了解一家公司时，他们会采取从众行为：盲目地追涨杀跌。

这种从众心态的存在，致使个股以及整个市场都有可能出现戏剧性的涨跌起伏。从众心理源于贪婪和恐惧。当利率上涨或者重要国家的经济将出现衰退从而导致恐慌情绪时，世界市场会做出很大的反应。这时很难去调整市场或者预测那些会使市场发生戏剧性变化的事件何时发生。这一小节要学习的就是，当市场大幅下挫时，最好的买进时机就来临了。

你知道你是否具有从众本性吗？如果你知道答案那就太好了。据我观察，有一个最普遍的现象就是，人们总在价格刚刚上涨或者市场刚刚回暖的时候去购买股票。如果你也是如此，并且没有为这家企业估值，那么你应该就是从众行为大众里的一员。你有没有对增长的价格进行合理的评价呢？如果你在购买或卖出之前对股票的内在价值进行了估算，你就很可能不是从众行为大众中的一员。

投资者常常从近期走势中推知一些证据进而决定是否买卖。如果仅仅依靠近期走势就能选择出股票，那么大部分的基金投资者都能够抓住市场指数。然而，他们中的大部分却是做不到的。我们来看一下20世纪90年代末计算机行业的两个领军角色：戴尔公司和康柏公司。到了1988年，戴尔公司的股票价格已经上涨了好几倍，这种趋势在之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后又持续了两年。那么康柏公司呢？同戴尔公司一样，一直到1988年，康柏公司的走势都非常好，但在1999年，其股价下跌了50%。这两家公司都属于同一行业，而且面临着相似的宏观经济环境。如果你购买康柏公司的股票来替代戴尔，那么你会后悔你的选择。如果你努力寻找出戴尔公司和康柏公司成功的根本原因，那么你更有可能做出正确的选择。直到1988年，康柏公司通过收购Digital进军IBM的主板领域。考虑到种种不确定性，康柏公司的高股价就显得不够合理了。

很多情况下，散户时常会创造一种市场高涨的情绪。在20世纪90年代末期，几乎所有股民都会购买高科技股。 2000年3月10日，市场科技股板块的纳斯达克股指达到5 048的高点。投资者正是普通大众。比较有趣的一点是，那些自认为独立于大众思维之外的投资者，不会去购买科技股。在这一时期，可口可乐公司的股价是80美元，市盈率大约是50倍。除了从众行为还有什么能解释这样的高价呢？从众行为是难以避免的，事实上，甚至那些自以为没有从众的投资者，在购买诸如可口可乐公司的股票时也已经从众了。他们都在2000年以及之后的几年内遭到重挫。如果你那时购买了像伯克希尔-哈撒韦这样一只在同期股价下跌的股票，那么你就不算是从众（我又买了一些伯克希尔-哈撒韦公司的股票）。自2000年开始，一直到21世纪头十年的中期，人们一直在买房子，这就是从众行为。还有很多没有发觉自己在从众的人购买了股票。他们没有发觉这一点，但他们也在从众，同时股价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也在走高。所有资产价格都有泡沫。大多数投资者在2008年的经济衰退中遭受了损失。

摆脱从众行为的方法在于知识储备和对长期走势的关注。巴菲特建议只购买你了解的股票，这会帮助你摆脱从众行为。除此之外，还要关注基本面。在《彼得·林奇的成功投资》（One Up on Wall Street）一书中，彼得·林奇在“收益、收益还是收益”那个章节中解释了这一观点。他解释道：“你在这里所关注的正是能够使一家公司有价值的地方，同时也是它在将来更具价值的原因。目前有很多理论，但对我来说，都可以归结为收益和资产。尤其是收益。”阅读彼得·林奇或沃伦·巴菲特的书对我来说只是一个好的开始，但还是远远不够的。我只有在深入学习行为金融学和评估自己的决策之后才能更好地理解它们。而且，我需要花几年的时间去弄明白为何我有从众思维。为了避免从众，我努力关注长线分析。借用柏拉图的一句箴言：“了解你自己。”

检查你的买卖模式

你怎样决定如何去做出选择呢？我的方法是在我做出买卖决定时立刻写下原因。如果我不这样做，我会觉得对自己不够诚实。有了后见之明带来的好处，我经常试图证明自己是对的——这样做既阻碍了我更好地理解自我，又限制了我提高做决策的能力。这样实践了几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后，我逐渐了解了我的很多习惯。和别人交谈，我意识到我的很多弱点是其他人普遍存在的。我发现自己比想象中更加容易受价格波动的影响。当宣布并购、推出新产品、美元和人民币的汇率变动，或者一名不称职的CEO 离开公司时，我都会兴奋地去购买股票。

在短期内，当我的决策被证实是正确的，我会更多地谈论它们。我对自己的错误决策则关注得很少（凯马特）。同时，我也意识到，我的长期投资结果通常跟我购买股票后的股价变化无关。但在购买后我会更加关注股票本身，其实我本应在购买前更加关注它才对。尽管我相信收益和资产是非常重要的，但直到我动手去记录的时候，才理解了它对决策的重要性。我懂得了记录股票历史表现的意义和价值。

除了记录下你的决策并在稍后对其进行分析外，你也可以利用其他的技术方式去研究你的决策行为，比如，你可以把市场走高和走低的月份分开。根据你的经纪人的表述，你可以发现自己在这几个月内是纯买家还是纯卖家。如果你在几个月的股价下跌行情中是一名纯买家，那么你就是一位别出心裁者；但如果在同期你是一名纯卖家，那么你就具有从众思维。

如果你在市场走高或者走低时犹豫不决，你可能需要在行情上下波动之后好好分析一下自己的买卖模式。这样一个简单的分析可以告诉你很多关于自己的事情。你也可以重新设计投资方案以满足需要。比如，你可以检验自己会买低市盈率的股票还是高市盈率的股票。你的行为中最有效的信息来自对那些引发你去做出决定的事件的认识，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为你不可能靠凭空想象就做出决策。你应该知道是什么激发你去投资。你受到的影响是来自市场、晚间新闻、朋友的建议，还是其他地方？一名好的投资者应该知道自己是谁。自我反省是有挑战性的，但对投资者而言却非常有价值。

你可以改变自己吗

为了从动荡的市场行情中获益，你需要做的不仅是理解市场心理和你自己，还要弄明白你能否做出改变。如果你觉得自己很难改变，那么仅仅了解市场心理和你自己是不够的。看看下面的例子。假设你在参加完聚会后酒后驾驶，你就增加了让自己发生交通事故的概率。而且重点在于，你知道可以改变自己的行为来控制酒量。如果你不能在聚会上通过拒绝喝酒改变自己的行为，那么你愿意在聚会后改变自己吗？你会乘坐出租车回家吗？知道做什么是对的是一回事，而真正改变自己的行为又是另一回事。本杰明·格雷厄姆简洁明了地解释了这一点：“告诉你不要去投机很容易，但真正听从这个建议对你来说会很困难。”

巴菲特经常提到，每个人都有不同的焦虑。比如，他曾经开玩笑说，如果他出生在几百年前，一定是某个动物的午餐。言外之意就是说，他的才华更适合现代社会。这句话传递的主要信息就是，做出改变是很不容易的。在阅读了1958—1969年间他与合作伙伴的信件，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及在1970—2008年间他每年给股东写的信，还有他的其他很多文章后，我发现，巴菲特很少改变自己的投资策略。他始终如一的投资策略的好处就是，我们能够从他的投资行为中学到很多东西。这并不是说一个人很容易改变自己并向他学习。我甚至在连续几年四处搜寻巴菲特的作品以及参加年度股东大会之后，还是会去反复查看股价的走势。我有时会不加分析就进行买卖，尽管我知道我不应该这么做。不过我已经在某种程度上改变这种行为了。我也已经意识到这种改变花费了很长时间。这似乎是普遍现象。

心理学如何帮助你

在乔治·索罗斯（George Soros） 的著作《金融炼金术》（The Alchemy of Finance）一书中，他指出，经济学这种社会科学的产物来源于一种不同于自然科学发展途径的过程。在自然科学中，事实与事实之间不存在干扰。科学家无法影响这个自然过程。尤其，科学家无论如何也没办法把金属变成黄金。

现在，把目光转向金融市场，让我们来举一个与上面类似的例子。假设在正当条件下，微技公司（Widget）的股票价格是其每股收益的20倍，如果公司的每股收益从0.8美元上涨到1美元，那么它的股价应该从每股16美元上涨到20美元。如果所有的市场参与者都理性回应，那么股价会上涨到每股20美元并且在那个位置保持稳定。然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融市场的参与者并非都会理性地做出回应。当市场参与者观察到股票价格是在每股收益增加之后上涨的，更多的买家会在这时买进，助推价格超过20美元。最后的价格取决于资金的供给、参与者的投资经验，以及或许还有天气的因素（因为他们的情绪与天气变化有关）。最主要的一点是，短期内收益和股价的关系取决于参与者的观念和行动，而并非仅仅取决于基本面。

但事情并没有就此结束。让我们先假设股价涨到了30美元。公司的管理层会评估股价并且在这时得出结论，即股价被高估了。公司会将它的股票作为一种货币去购买其他公司的股票或者以更高的价格发行新股，以此来为公司创造更多的现金流。这种行为会继续助推股票的内在价值从每股20美元上涨到更高。另一方面，如果管理者为并购付出太高的价格，那么股票的内在价值不仅不会上升反而会下降。管理者的行为对于一家企业能否成功是起决定作用的。最终的结果并不容易预测，但对各种情况考虑周全以及把基本面和心理学因素都考虑在内还是有用处的。

2000年1月，一家名为美国在线（AOL）的年轻且成功的网络公司宣布并购传媒巨头时代华纳公司（Time Warner），这两家公司的市场价值总计达到350亿美元。而在1999年4月，市场价值总计仅为30亿美元。在这项交易中，美国在线公司用其被高估的股票作为资金购买了时代华纳公司。合并后的公司并没有像先前计划的那样成功，而且美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国在线公司并没有对这项并购投入太多的精力，这使得该公司似乎给人留下了没有成功决心的印象。

价格不单单由基本面决定，因为投资者总是希望在行情看涨的时候快速致富，而且他们希望在行情看跌的时候保住投资。在上涨行情中，最初的价格会随着很多投资者的进入而发生变化，这正是造成了市场被高估的问题。另一方面，当股价下跌时，更多的投资者会卖掉股票以保护他们的资金，这又造成了市场被低估。诺贝尔经济学奖得主乔治·阿克尔洛夫（George A. Akerlof）和罗伯特·席勒把这种现象描述为价格反馈，即导致了价格走高或走低的恶性循环。

市场走势会造成泡沫而且泡沫不久就会破灭。这对一名普通投资者来说有多种可能的影响。第一，泡沫首先会在经济系统的一个部门发生然后扩散。在20世纪90年代，泡沫首先在高科技领域形成，到了2008年前后，房地产代替高科技产业产生了泡沫。第二，相对价格对于投资者来说没有很好的指导意义。在科技泡沫时期科技股的首次上涨后，其他的大部分股票也被高估了。正如我在前面提到的，可口可乐公司在20世纪90年代末期的市盈率是50倍。第三，很难说一场泡沫或者熊市会持续多久。当然，你也可以将泡沫和熊市为自己所用，你应该在计算了股票的内在价值后买卖股票，这些我已经在第五章阐述过了。

如何理解投资者的心理偏见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多心理学研究表明，人类的决策过程并不是完美的。尤其，人们容易在经济方面偏离理性。比如，他们会根据一个特定问题是如何呈现出来的从而做出不同的决定。人们也经常在预测一些不确定性结果时，违背统计理论的很多原则。

然而，仅仅因为一些投资者强调心理学因素而忽视基本面，并不代表我们应当认为金融市场不疯狂。我们不知道一群不理性投资者所做的交易是否通常抵消了另一群投资者所做的交易。总的来说，如果乐观者和悲观者同时在市场上进行交易，那么就不会有什么破坏性的影响。很难找到一个突破口能够把人们的心理偏见和市场的价格扭曲联系在一起。尽管去鉴定各种心理模型已经超越了本书的研究范围，但讨论一些相关的话题还是合适的。总的来说，当你看到关于市场变动的一些心理学解释时，合理地去评价它，就像你评价销售人员的产品那样。

让我们从所谓的自负倾向开始说明。自负的人总是容易高估自己的能力。那些即使喝了一夜酒也依然觉得自己可以开车的人，只是对他们的能力比较自信。当然，对自己挑选股票的能力过于自信的人，也不意味着他就会选错股票然后损失惨重。以下面的实验为例。

首先，设想这样一种情况，一个人自以为可以选出被低估的股票，而实际上他并没有这个能力。然而，即使他没有出色的能力，他的表现也未必低于市场。没有挑选出潜力股的能力，他就不可避免地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

像一只猴子那样随机挑选股票。有的股票会低于市场表现，有的则会高于市场表现，总的来说，尽管没有较高的选股能力，他也可以做得很好，也就是说，他的表现将与市场的表现一致。

其次，来考虑另外一个自负但也有点能力的人。不是百分之百的成功，但至少有一半以上选对了，因为他还是有点能力的。假设他选了10只比较自信的股票，既然他是有能力的，那么他的表现应该在市场平均水平之上。但结果如何，要看他能够发现被低估的股票的总体实力，而不是他的自信程度。总的来说，如果你可以找出被低估的股票，那么你究竟多自信就不那么重要了。这样一来，自负倾向在选股的时候也就不是那么糟糕的人性特点了。

然而，在有些情况下，偏见的确是具有破坏性的。一个普遍的偏见（我也有）就是在亏损的时候不愿意卖出股票。但如果你相信市场被高估了，即使现价在你的买入价之下也要卖出，你必须承担损失。特伦斯·奥登（Terrance Odean）教授调查了1万家贴现公司的账户，发现投资者并不愿意接受自己的投资出现损失的情况。考虑另一种偏见或者误解：现在把股票市场和赌场做比较。如果你相信自己可以在赌博游戏中赚到钱，你就更有可能走上错误的道路。股票市场只有当你跟短期价格变动很合拍的时候才能够变成娱乐场。在这种情况下，你的信条会导致你过度交易并遭受损失。同样，如果你赌自己、赌未来，亏损就很有可能发生，因为时间不是由你安排的，况且你也可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

违反公司的决策。每个人都有自己的偏见。然而，你需要去思考哪些偏见会影响你的行为以及那种影响是不是消极的。

这些偏见来自哪里呢？尽管从根本上来说，它们来自基因和地理因素，但我们还要考虑的一点是个人经历。如果你居住在西雅图，看到很多软件工程师为微软工作后变成了百万富翁，你可能想去上大学并且也成为一名软件工程师。你可能会忽视的一点是，你或许不具备当一名软件工程师的能力。也许你应该去学法律。类似的，如果你居住在沃尔玛公司总部附近的费耶特维尔市，你可能会在沃尔玛公司快速发展的时候去那里工作。

为什么人们相信价格走势会持续呢？这很可能与人们从小经历的各种图表有关，他们会自然地看到某种模式，即使它根本不存在。在很多图表中，他们所描绘的资产收益、每年的汽车产量，或者消费价格，都会有一个明显的趋势。我所见过的大部分图表中，都有一个上升的趋势。鉴于大量经验，当我们观察一个图表的时候，总会凭直觉想象出一个走势，即使它根本不存在。

同样，为什么投资者总会蜂拥抢购那些之前比较成功的共同基金，即使他们也明白过去的成功并不代表将来也会成功。我想再次强调，这种行为很可能就是经验主义造成的。一位成功的外科医生会继续成功，一位优秀的管理者会随着年龄的增长变得更优秀，一位出色的艺术家会继续出色，一位优秀的研究者会继续优秀。但是，这种模式对共同基金的管理者并不适用，因为运气因素也很重要。总体来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

讲，我们中的很多人并不具备足够的知识储备从而进行独立思考。我们会形成偏见，是因为我们总是以过去推断现在，或者以现在推断未来。然而，如果你能够广泛地阅读，并且超越自己去学习别人的经验，就可以减少偏见。

投资决策中的重要问题

了解心理学的目的就在于减少你做决策时的非理性因素。为了在买卖股票的过程中应用心理学，你要探讨的第一件事就是为什么要买进或卖出股票。想象这样一种情形，你因为一只股票的市盈率比较低而决定购买这只股票。为了了解你做这个决定的主要原因，你应该问自己：“购买低市盈率的股票理性吗？”有太多的例子能够说明，从长远来看，购买一只低市盈率的股票往往能够获得高于平均水平的收益。因此，你的动机似乎是合理的。但接下来你可能还要问，“为什么要选择低市盈率的股票呢？”或者，“市盈率低到什么程度，该股票才能在三年内有高于市场的表现呢？”又或者，“我买了一只低市盈率的股票之后应该持有多长时间呢？”你可能不太喜欢“你应该持有这只股票3～5年”这种答案，因为你意识到自己不是很有耐心，这样一来，或许你也就不会投资于低市盈率的股票了。

在任何情况下，系统的思考都会帮助你决定知道什么或者不知道什么，然后克服你的心理偏见。当你决定不了的时候，你需要做出主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

观判断。在购买低市盈率股票这种情形下，你会发现一个很可能的原因，就是能够获得暂时的高收益。但你并非总能衡量出这种暂时高收益的程度，你可能还需要在有效财务数据的基础上做出主观判断。在为伯灵顿北方圣达菲公司估算内在价值之前，我很有信心，因为经济形势一直到2007年都很好。但是，我无法预知2010年或者2011年收入会下跌到什么程度。在计算内在价值时，我们必须做出一些估算或者主观判断。最终，每个人都有自己的主观判断，但系统化的方法将会告诉你什么时候需要主观判断。

想象一下，有一家拥有优秀生产线的公司，而你正在考虑购买这家公司的股票。你可能会去研究它的历史销售增长和过去的价格模式，还可能会去了解公司的基本面和管理质量，但最终你还是不得不做出主观的判断。你可能会认为自己对这家公司的前景不够了解，但据你所知，这只股票的价格看起来非常有吸引力。换句话说，你对自己的判断没有足够的信心。你可能会决定先投资一小笔钱，几个月后再重新考虑。

你的最后一个问题可能是：“这种理性的决策是基于我所知道的一切吗？”通常来讲，如果你经历过与股票和心理学相关的一些问题，那么你在股票市场上的表现应该还不错。当然，在了解自己的过程中，如果你认为自己多半还是会做出不理性的选择，或许你真的应该远离股票市场。在这种情况下，你就像进入酒吧的男子，虽然知道过度饮酒的危害，但还是忍不住要喝。或许他应该学会远离酒吧。总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

体而言，对基本面的了解可以帮助你评价公司的长远未来，而对心理学的了解可以让你的决定更加理性。

小结

每个人都有自己的看法，也都有心理偏见。但人们可能并不了解自己的偏见。对自己的心理偏见了解得越多，你就越能在波动的股市中表现得更好。整个市场可能都会被心理因素所影响，而不仅仅是基本面。从投资的角度来看，底线就是市场将持续波动，但还是会给你投资机会。从长远来看，价值由基本面决定，但短期的波动则反映了市场参与者的心理弱点，如羊群效应。丰富的知识储备是防止做出错误决定的最好方法。如果你是一名长线投资者，那么理性的做法就是在基本面的基础上来做决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十六章　　错误的力量

人们不会从历史中吸取教训就是我们从历史中吸取的教训。

——沃伦·巴菲特

沃伦·巴菲特和查理·芒格都认为，我们应该从错误中学习。在伯克希尔-哈撒韦公司1997年的年会上，芒格说道："过去几年，伯克希尔-哈撒韦公司的董事会成员们提出了自己职业生涯中所犯的一两个最重要的错误，并认真进行讨论，从中吸取教训。我们都发现，讨论成功的事情很轻松，但讨论我们犯的错误时就很困难了。而且，我们往往习惯于将错误归咎为运气差。"

错误和霉运

我们应该把错误和不好的结果或者霉运区分开来。坏的结果就是，比如，强生公司的泰诺（药名）被发现含有有毒成分并导致几名消费者死亡，从而导致强生公司的股价下跌。如果你在这个时候持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

强生公司的股票，那就是霉运，而不是错误。 1991年，当所罗门兄弟公司陷入麻烦时，伯克希尔-哈撒韦公司蒙受了经济损失。而当巴菲特亲自接任所罗门兄弟公司的CEO以理清公司的问题时，他也无法避免这种损失。像所罗门丑闻那样能导致巴菲特涉入其中的事件非常少，所以这次事件没有多少教训值得吸取。因为所罗门丑闻几乎是不可能预见的，因而这只是运气不好。

当你有意识地决定不做一件事情，而最终这件事情却带来好运的时候，这也不是错误。举个例子，假如你没有参与办公室的合买彩票，但这次合买的彩票却中了百万美元的大奖，那你也没有犯错。作为比尔·盖茨的亲密好友，巴菲特也只是买了微软公司100股的股票，巴菲特没有更多地投资微软公司就是错误的吗？不是。巴菲特是有意识地决定不投资自己能力范围以外的公司。

20世纪80年代中期，在房利美的股票行情很好的时候，巴菲特也没有对此进行投资。在伯克希尔-哈撒韦公司的一次年会上，巴菲特曾说，没有投资房利美是一个错误。巴菲特非常了解金融公司，他认为，这是自己应该了解的。房利美最终很可能取得成功。 2006—2008年，当石油和天然气价格都接近峰值的时候，巴菲特投资了超过70亿美元在康菲石油公司，随后该公司股票价格下跌了50%。 2009年，在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，巴菲特提到当时投资康菲石油公司是一个严重的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从错误中学习

1965年，巴菲特取得了伯克希尔-哈撒韦公司的控制权。在不同的场合，巴菲特都有提到，这是一个错误。他知道纺织业没有什么前景，但他还是买了这家公司，因为他觉得股价很便宜（他也有可能是为了现金流才买的）。我相信他从这次错误中学习了，因为合理的增长前景十分重要。似乎从那时起，巴菲特开始回避投资高资本密集型公司，除非他持有大量的股份并且有足够的地位来影响管理层的决定。

我们经常犯错，因为我们并没有对自己的决定进行系统的思考。美盛集团（Legg Mason）的首席投资分析师迈克尔·莫布森（Michael Mauboussin）建议我们列一个表，以集中精力做好决策过程中的每个步骤。在很多场合，我问我的朋友们，他们没有投资伯克希尔-哈撒韦公司是不是错误的。他们中有些人回答：是。然而，当我问他们从这次错误中吸取了什么教训时，他们的大脑通常一片空白。犯错未必是一件坏事，但不从错误中学习那就是坏事了。通常，我建议朋友去研究伯克希尔-哈撒韦是否还是一只好股票。如果巴菲特过去的业绩一直很好，我们是否应该相信他在未来也会创造出更加美好的业绩呢？这一系列的问题促使我继续投资伯克希尔-哈撒韦公司。在2009年年初，当伯克希尔-哈撒韦公司的B类股以每股2 500美元开始交易的时候，我比上次投资了更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当你对所投资的行业有一定了解的时候，从投资错误中进行学习对你来说就变得很简单了。例如，你对零售业有所了解，而且你投资了塔吉特或者沃尔玛，你就有机会从你的投资中学到很多东西了。在20世纪90年代末期，我投资了凯马特，因为它的股价比较便宜，而且我预期这家公司会有好的发展。然而，我却遭受了重大的损失。我本应该更加频繁地观察店面以了解公司对客户的服务质量和产品供应情况。后来我发现，凯马特的低存货周转率是整个公司经营不善的一个缩影。这个错误提醒我要更好地使用财务比率。我掌握的财务和会计知识已经在这方面帮助过我了。因此，掌握专业知识和从错误中学习，两者一个都不能少。这是投资者应该在自己的能力范围内投资的另一个原因。

从错误中学习的第一步就是要承认错误，犯错本身也未必是一件坏事。为了避免未来犯错，我在家里写下了自己犯的错误。第二步，我写出了自己犯错的潜在原因。一旦我分析出了犯错的原因，就将继续进行艰难的第三步，即跟我的朋友讨论所犯的错误。我甚至还把凯马特股票的流通券挂在我办公室的墙上。以前在读过《华尔街日报》或者《巴伦周刊》后，我经常频繁地买卖股票。而现在，经历过不断写作和评估的过程之后，我不太可能心血来潮地买卖股票了。我目前持有的股票基本都是长线投资。每当我想要卖掉我长线持有的股票包括伯克希尔-哈撒韦、沃尔玛和美国运通的时候，我就会立刻想到我购买它们的原因，然后评估它们现在的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为之错和不为之错

20世纪80年代末期，伯克希尔-哈撒韦公司以每股约6.5美元的价格购买了可口可乐公司2 亿的股份。在1998年初的互联网泡沫时期，可口可乐公司的股价是每股85美元，按照大多数的估值指标，公司的股价都被高估了。比如，市盈率超过了50。巴菲特之后曾透露，伯克希尔-哈撒韦公司当时没有抛掉可口可乐的股票是一个错误。到了2003年，可口可乐公司的股价已经跌至40美元。直到2009年年初，股票的交易价格依然在45美元左右。我们无法获知巴菲特当时为什么没有卖出可口可乐公司的股票，但我们可以进行思考，同时也可以从这次错误中吸取教训。

首先，巴菲特是可口可乐公司的董事。任何董事想抛售如此大量的股票都比较困难。 2006年，巴菲特辞去了自己任职17年的可口可乐公司董事会成员职务。其次，当一家公司像伯克希尔-哈撒韦公司这样拥有大量的现金流时，或许像巴菲特这样的人就不会太过在意投资的价格了。毕竟长期投资的重点不在于日常价格的变化。最后，值得一提的是，如果巴菲特在高点抛掉了可口可乐公司的股票，也就是在1999年或者2000年，然后去投资市场指数获得的税后收益，与到2009年的损失应该是大致相同的。当你审视自己的错误时，这是一个值得思考的好例子。它告诉我们的主要教训就是：当一只股票被明显高估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的时候，你就该卖掉它了。我也不知道巴菲特为什么买入了康菲石油公司的股票，然后又把它卖掉了。我的猜测是，他意识到了石油价格的大幅波动，投资石油公司本质上就是投机。

巴菲特经常谈到不为之错——本该投资的却没有投资。有一次，巴菲特讨论没有购买沃尔玛的股票，零售业在他的能力范围之内，沃尔玛也并不是高科技公司，而且还坐落于他的家乡——美国中西部的奥马哈市，并且发展得非常好。我想，如果我们学会了评估我们的错误，不仅仅是为之错，也包括不为之错，这将对我们每个人都有所帮助。

小结

每个人都会犯错，霉运也随处可见。当时运不济的时候，你什么都做不了，只能以多元化来回避巨大的风险。如果你确实犯错了，你应该花时间好好思考并找到解决办法，以避免下次再犯同样的错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Buffett Beyond
Value

第九部分　　公司治理

你知道巴菲特是如何成功地管理一家巨型企业的吗？当你准备在股票市场进行投资的时候，你也应该考虑一下该公司内部的治理情况是否良好。在第二十七至第三十章，我将回顾巴菲特在运作伯克希尔-哈撒韦公司时所采用的一些方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十七章　　股息在这个时代有意义吗

股息政策与市场价格的确定以及给定的投资政策无关。

——默顿·米勒、弗兰科·莫迪利安尼

实行有规律的股息分配是一个长期的难题。诺贝尔经济学奖获奖者——默顿·米勒（Merton Miller）和弗兰科·莫迪利安尼（Franco Modigliani）曾表达过一个著名的观点：一家公司的价值并不取决于它的股息政策，而是取决于这家公司如何合理地利用它的资源。毕竟，股息就相当于将股东的钱从公司账户转移到他们的个人账户。当一家公司支付股息时，股票价格下降的数额几乎与股息一致。

伯克希尔-哈撒韦公司不支付股息

在股息这个话题上，巴菲特似乎是认同学术思想的。伯克希尔-哈撒韦公司在过去的42年里都未支付过任何股息。麻省理工学院教授和高盛集团的合伙人费希尔·布莱克（Fischer Black）强调，原因是美国的双重征税结构——公司收益需要上缴一次税，个人获得股息还需要再缴一次税，所以公司和个人都宁愿不发放股息。当公司的项目没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有合理收益率且股价处于高位时，公司应该只返还收益给它们的股东作为现金股利。如果股价较低，公司就应该回购股票。

想一想花旗集团，一家在2007年年末拥有大约2 000亿美元市值的大型金融机构，它的普通股属于收益率最高的股票，股东将会收到7%的股息。 2007年，花旗集团由于在房地产方面的投资遭受了大约100亿美元的损失，股票价格下跌超过了40%。股价下跌之后， CEO查尔斯·普林斯（Charles Prince）不得不辞职。为了重新恢复财务实力，花旗集团向阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority）发行了价值75亿美元、收益率为11%的可转换债券。无论以什么标准来衡量， 11%的收益率都是很不错的，因为美国当时的10年期国库券利率只有4.25%， 30年期的住房抵押贷款利率也只有5.8%。

虽然花旗集团的股价下降了，并且公司被迫筹集资金，但它每年依然支付大约100亿美元的股息。很明显，花旗集团急需现金。然而，市场对于花旗集团的财务实力没有给予高度评价，因为它遭受了巨大的损失。为什么花旗集团在出现严重的财务危机时没有立即减少它的股息呢？一些人认为，一旦公司开始支付股息，市场就希望这家公司能够一直定期支付下去。这种思想在正常情况下或许有些道理，但在特殊情况下，这种逻辑就有问题了。自这家公司处于财务困境，并需要发行优先股筹集资金以来，削减股息应该是比筹集资金更明智的选择。然而，花旗集团是一个很极端的例子（它最后也削减了股息）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为通常情况下，公司都是同时筹集资金和发放股息的，而像花旗集团这种情况属于财务管理不善的典型例子。

接受定期股息对你来说代价太高了。首先，如果股票是在你名下的，那么每个季度你都要接受检查，然后你不得不去银行花费时间处理很多琐碎的事情。不过如果你有一个经纪账户，那么存放股息就可以实现自动化，但很多人都更喜欢自己持有股票，因为这种方式更安全。其次，为了缴税你不得不花时间和精力记清你的股息数目。最后，你不得不为这些股息缴税，而且税率经常比资本利得税要高一些。假如一些股东需要定期注资，那么他们尚不清楚在股息方面是否可以获得他们想要的数目。如果股东需要钱，他们可以很容易地卖掉一些股票。股东也可以决定卖掉哪只股票以使税收负担最小化。一些经纪人和咨询师可能会在股息收入费用上提出建议，并且这很可能是大多数公司在这个时代继续定期支付股息的一个原因。

那么，你应该在股息政策里寻找什么呢？定期的股息支付来自一家能产生自由现金流但是没有成长机会的公司，这预示它是一家有着自律管理的公司。在学术金融领域，以“股息监管角色”著称。因为承诺定期支付股息，这些公司不太可能浪费资源，而且还是进一步分析的优良候选项。美国好市多连锁企业（Costco）成立于1983年，一直使用现金流实现业绩增长，直到1994年才开始支付股息。在好市多支付股息之前以及开始定期支付股息之后，它都是一家值得投资的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司。如果你只关注支付股息的公司，你就会因为这个原因而错失投资美国好市多连锁企业和伯克希尔-哈撒韦公司的好机会。

目前来看，定期支付股息还不足以作为一个有说服力的变量，来判断一家公司究竟是不是好公司。当一家公司定期支付股息，同时又在资本市场筹集资金，并且它的资产负债表表现得不够好时，你应当慎重购买该公司的股票。股息支付只是自由现金流的使用方式之一，最重要的是公司使用自由现金流的方式让你满意的程度。公司除了支付股息外还有很多选择：比如，可以开展新的项目、回购股票，还可以投资金融资产。如果你对公司管理现金流的决策不满意，特别是它的投资政策，那么你当初就不应该购买这只股票。

微软公司和它的特殊股息

看一家公司如何定期运作超额现金流，微软公司的政策就是一个很好的例子。很明显，微软公司赢利颇丰（见表27-1）。首先，微软公司通过回购股票，替代了支付定期股息的做法。通过回购股票，微软公司有效地将资金返还给股东，而没有让他们承担额外的税费。其次，微软公司不会经常回购股票。公司只在超额现金流较少和股价较低时才定期这样操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表27-1　微软公司的股东收益和基金回报

单位：百万美元

财年	收益	回购股票	支付给股东的股息	返还给股东的总金额
1996	2 195	1 344		1 344
1997	3 454	3 010		3 010
1998	4 490	2 631		2 631
1999	7 785	2 850		2 850
2000	9 421	4 896		4 896
2001	7 346	6 074		6 074
2002	5 355	6 069		6 069
2003	7 531	6 486	857	7 343
2004	8 168	3 383	1 729	5 112
2005	12 254	8 057	36 112	44 169
2006	12 599	19 207	3 545	22 752
2007	14 065	27 575	3 805	31 380
1996—2007	94 663	91 582	46 048	137 630

2002年年底，微软公司的财务状况非常令人羡慕，它拥有大约700亿美元的现金和短期投资。然而，由于没有支付现金股利给它的股东，它受到了越来越多的指责。 2003年，微软公司支付了它的第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现金股利：8.57亿美元，或者大约是它当期收益的10%。为什么微软公司开始定期支付现金股利了呢？这个动机是不确定的，然而微软公司这么做可能是对媒体做出回应。初始的现金股利当然有助于减少指责。现金股利的数量相对于微软的收入和它的现金及短期投资来说并不大。 2005年，微软公司花了440亿美元回购股票，并一次性支付了超过360亿美元的股息。最近几年，我再也没有看到对微软公司股息政策的任何批评言论了。或许，到期支付股息的主要原因，是因为很多投资者抱有“股息对股东来说总是有利的”这一错误想法。

小结

在很多情况下，公司定期支付股息，仅仅是因为它已经有了一个长期的公司计划。没有特定的原因要求公司一定要定期发放股息，特别是在资产负债表表现得不是很好的情况下。不要将注意力放在股息政策上，你应该在分析资源和公司现金流的使用方面花更多的时间，这才是最终决定股价的因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十八章　　该不该投资那些回购股票的公司

当股价与它的真实价值存在很大的差距时，那些我们重点投资的公司就会进行重要的回购股票操作。

——沃伦·巴菲特

上市公司回购股票的结果就是，一小部分股东掌控了这家公司。通过回购，公司可能发出了一个信号，即它的股价是被低估的。同时，回购也是一种将资金返还给股东而不用缴税的好方法。学术文献表明了一个观点：公司回购的股票通常是那些被低估的股票。芝加哥大学的埃米·迪特马（Amy Dittmar）在《商业周刊》（Journal of Business）上发表的一篇文章结尾总结道：“公司回购股票是利用了股价被低估的潜在优势。”

回购股票是一个好消息

假设你和约翰共同拥有一块祖先留下来的土地，你将它平分为两部分，均用于农业生产。你们可以种植任何农作物，而且最后的果实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也归各自所有。约翰在他的土地上种了棉花，你在你的土地上种了甘蔗。几年后，约翰打算买下你的那块地，而且出了一个很不错的价格。无论你是否卖掉土地，很明显，约翰的棉花生意做得不错。他通过想要拥有更多的土地这一举动，向你透露了种棉花是一项利润不错的生意。回购股票与此相似。

投资者通过公司频繁回购股票这一举动，可以判断出该公司不大可能将自由现金流浪费在没有产出的兼并上。来看一下可口可乐公司的例子，该公司最近几十年拥有大量的自由现金流，于是在1982年收购了哥伦比亚电影公司，但对哥伦比亚公司的兼并没有给可口可乐公司带来收益，于是哥伦比亚电影公司在1989年又被卖掉了。巴菲特解释道：“公司兼并项目几乎做得都不太好，在大量的失败案例中，很多公司到最后甚至一无所获。”可口可乐公司随后决定将它的现金流投资在自己身上，用于回购一些股票。 1989—1999年间，可口可乐公司的普通股数量从27.9亿股锐减至24.9亿股，下降了11%，相当于每年下降约1%。以目前的股价来计算，这些股票的金额相当于每年10亿美元。

伯克希尔-哈撒韦所投资公司的股票回购情况

在表28-1中，我检查了伯克希尔-哈撒韦控股的一些公司进行的回购活动。下面是2004—2008年这5年间的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表28-1 巴菲特喜欢回购股票的公司

单位：百万美元

公司名称	净收入（2004—2008）	回购金额（2004—2008）	回购金额占净收入的比重（%）
可口可乐公司	26 587	9 164	34
美国运通公司	17 597	13 314	76
安海思-布希公司	9 907	6 518	66
伯灵顿北方圣达菲公司	8 153	4 317	53
卡夫食品有限公司	13 848	7 602	55

表28-1中列举的这5家公司，将34%～76%的净收入都用于回购股票。如果这些公司的管理质量存在问题，那么公司的管理者就会将资金投资于其他公司，即使是投资那些潜在利润比较微薄的项目，也可以扩大它们的实力。《华盛顿邮报》、富国银行和穆迪公司（Moody’s）都已经参与了回购活动。在《华盛顿邮报》这一案例中，公司做出了一个重大的投资决策，决定投资卡普兰公司（Kaplan）。这是一家商业培训公司， 2004—2005年都没有回购股票。然而，在2006年，卡普兰公司恢复了回购计划。

巴菲特写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当一家公司的市场价值远远低于它的商业价值时，通过回购股票，管理层清楚地表明这是为了增加股东财富而采取的措施，而不是为了扩大管理层的权力。因为扩大控制权对股东而言不但没有意义，甚至还会危害股东。

他继续写道：

投资者应该为这样的管理者支付更多的报酬，他们比那些只在乎自己利益的管理者更能够满足投资者的需要，这一点从股东那里能够得到证实。

有时候，回购股票可以提高报告中的收益，因为回购减少了股票的数量。当你投资一家回购股票的公司之前，你应该调查一下这家公司的基本面和它的管理质量。

为什么伯克希尔-哈撒韦公司不回购股票

在2000年年初，当伯克希尔-哈撒韦公司A类普通股的成交价从每股81 000美元降至每股约40 000美元时，大众媒体的许多文章都建议，伯克希尔-哈撒韦公司应该考虑回购股票，而且还给出了巴菲特的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解释：回购似乎是一个合理的建议，因为当时的股价只比每股38 000美元的账面价值高出了一点点。

那时，大家都在期待着巴菲特写给股东的年信，当它最后于2000年3月11日公布时，巴菲特进一步阐明了对回购股票的看法：

> 只有在以下几种情况结合在一起的特定情况下，回购股票才是明智的举动：首先，公司有可用的资金——现金流加上合理的融资能力，即超过公司近期所需资金的那部分；其次，据保守估计，找到该公司的股票在市场上低于它内在价值的售价。

如果公司存在可以盈利的投资机会，那么即使是在价格非常具有吸引力的时候，管理层也不应该回购股票。这或许就是巴菲特没有回购股票的一个原因。当然，就连巴菲特也承认自己在过去犯过错，为此他还批评了自己：“在过去的某些时间里，我因没有实施回购犯过错。我对伯克希尔-哈撒韦公司的价值估计得过于保守，或者可以说，我对一些基金的投资选择过于狂热。”投资者也要考虑到潜在价值的增加。巴菲特继续说道：“以每股内在价值25%的折扣，回购一家公司2%的股票，最多只能赚取0.5%的收益。”因此，当管理层已建立起良好的威望，正如在巴菲特的例子中，回购所表现出来的优势不可能是实质性的。巴菲特进一步强调了他的兴趣在股东财富上，他说：“请认清一点，我们永远不会带着想要阻止伯克希尔-哈撒韦公司股价下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的意图去回购股票。当然，如果我们相信公司能够很好地利用资金时，我们会进行回购。”总体来说，如果一家公司定期回购股票，而且公司的基本面表现得健全、可靠，那么你应该考虑购买这家公司的股票。

小结

当一家公司回购股票，而且你对这家公司的管理质量充满信心，很可能它的股价被低估了，那么你应该希望股价随着时间而上涨。然而，如果公司回购股票是为了减少股票的数量，增加每股盈余，那么你应该避免投资这样的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十九章　员工、董事、 CEO：公司治理的三个方面

2008年，沃伦·巴菲特的年薪为100 000美元，他的总补贴为175 000美元。

——《伯克希尔-哈撒韦公司股东签署的委托书》， 2009年

沃伦·巴菲特经常提到，他喜欢经营伯克希尔-哈撒韦，为什么呢？很明显，肯定不是那每年100 000美元的薪水驱使他成为伯克希尔-哈撒韦公司的CEO和董事会主席。保证公司经营成功的关键要素，就是拥有积极的员工和积极的高层管理人员。本章将会阐述巴菲特在激励员工、董事和CEO方面的显著特点。

伯克希尔-哈撒韦公司的职工补贴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1996年，伯克希尔-哈撒韦公司收购了盖可保险公司。在这次收购之后，一个重要的补贴计划很快开始实行。这个由巴菲特带来的、简单而有效的改变，给了我们洞察力来设计补贴计划以激励员工。这个补贴计划的目标是让员工专注于可控的且对盈利能力产生影响的生意上。巴菲特写道：“在盖可保险公司，数十名高层管理人员的奖金基于两个关键的变量：（1）基于汽车政策方面的增长率；（2）旺季汽车的承销盈利能力。每个人都知道以上两点的重要性。”

当公司的补贴计划既简单又引人关注时，就会收获不错的效果。以下想法是巴菲特在这方面提供给我们的一套原则。

伯克希尔-哈撒韦公司的激励补贴原则：（1）目标应与具体的运行体系的秩序相契合；（2）目标应该设计得简单一点，这样便于测量目标实现的程度；（3）目标应该与计划参与人员的日常活动直接相关。

巴菲特也强调，补贴计划应该在资金使用方面鼓励高回报，而不仅仅是高利润，因为利润水平的提高，可以简单地通过增加动用资本来实现。此外，资金成本必须计账。我们在第十三章讨论了伯克希尔-哈撒韦公司知名的子公司史考特飞兹公司和它的管理者拉尔夫·舒伊。巴菲特接下来将解释舒伊的奖金计划是如何激发了他的积极性，从而提高动用资本的利润。

巴菲特写道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果拉尔夫使用的增量资金有一个不错的收益率，那么就值得他这样做：当额外的收益超过一个有意义的金额时，他的奖金就会增加。但我们的奖金计算方法是对称的。如果增量投资的收益率不合格，这个差额对拉尔夫和伯克希尔-哈撒韦公司来说都是高昂的。这种两面性的安排，其结果就是让拉尔夫能够获得不错的回报——当他不能最大化利用资金时，就需要将这些钱返还给公司总部。

值得注意的是，只在管理层表现得比预期好时奖励他们是不够的，还应该在他们为公司避免了损失时奖励他们。这种对称的激励方式在现实中是很少见的。它的一个后果就是，如果情况允许，管理层会篡改会计数据，让数据变大，以获得更多的奖金。然而，当他们不想获得奖金时，他们也会试着将损失的数字上报得更多。当你研究一家公司的激励方法时，你还要看一看这家公司的对称激励计划。

巴菲特在下面总结了他的全部管理哲学：

在伯克希尔-哈撒韦公司，我们的管理层将会继续从看似普通的生意中赚取额外的收益。首先，管理层会在生意上找寻方法，有效地配置收益。接下来，他们会将计划发送给我和查理。然后，我们就会试着用那些资金建立起每股的内在价值。我们的目标是获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部分或者全部的交易，而这些交易是我们了解的、有利的、持久的生意，而且都是由我们喜欢、钦佩并且信任的管理者在负责。

巴菲特的哲学强调的是人，而不是行业的类型。伯克希尔-哈撒韦公司从它的子公司得到了特别的答案，这些子公司从汽车保险业延伸到传统的业务方面，因为伯克希尔-哈撒韦公司建立的补贴计划是与那些具体的业务相契合的。与大多数巨型公司不同，伯克希尔-哈撒韦公司的补贴计划并非与该公司的所有表现都联系在一起。

给公司董事和高管的补贴

伯克希尔-哈撒韦公司给董事们的补贴计划也与大多数上市公司不同。伯克希尔-哈撒韦公司支付名义上的补贴给那些出席董事会议的股东。每一位不是员工或者不是员工配偶的董事，每次出席董事会议能拿到900美元的补贴，如果以电话形式参加会议就只能拿300美元。相比之下，巨型公司的股东经常能够收到超过100 000美元的现金补贴和200 000美元的总补贴。此外，伯克希尔-哈撒韦公司的薪酬委员会已经建立了一个政策，即公司的利润和它的股票市场价值都不计入任何高管的补贴中。在薪酬委员会的政策下，伯克希尔-哈撒韦公司没有授予高管股票期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯克希尔-哈撒韦公司是如何吸引杰出董事的呢？关键就在于，在发现潜在的董事时，巴菲特寻找以所有者为导向的、具有商业头脑的、有趣的并且真正独立的人成为董事。最后的标准，“真正独立”需要一些详细阐述。对董事会成员来说，要做到美国证券交易商协会（National Association of Securities Dealers）或者其他机构设立的独立原则是很容易的。但对巴菲特来说，重要的是“真正独立”。举个例子来说，假设一名大学教授被任命为一家上市公司的董事，并且收到了100 000美元的补贴。如果这笔来源于董事会成员的收入占据了他或她全部收入的很大比例，那么公司的CEO就会对董事会的成员产生重大的影响。根据巴菲特的原则，这位董事会成员就不能被认为是“真正独立”的董事。伯克希尔-哈撒韦公司绝大多数的董事都是事业有成、十分富有的商业领袖，以巴菲特的标准来衡量，他们可以被看作“真正独立”的董事。他们也是以所有者为导向的，正如巴菲特所说的，“我们很多的董事会成员都将他们较大部分的净资产投到了公司，可以说我们是自食其力”。

这里有一点需要注意：当所有董事都考虑得很简单时，他们可能会忽略来自局外人的新想法，比如专家或者企业家的想法。换言之，董事会中的很多有着相似背景的成员，可能会成为集体审议的牺牲品；他们可能尝试着将矛盾最小化，并在不具批评性的分析和评估中达成一致的意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

补贴计划中的股票期权问题

为了提高高管的积极性，很多公司将股票期权奖励给高层管理者和CEO。关于股票期权，巴菲特写道：“股票期权如果被合理地配置是可以作为一个适当的、甚至是理想的方式来补贴和激励高层管理者的，但期权对奖励的分配总是反复无常的。对股东来说，激励因素是无效的，并且代价很大。”如果股票的价格在奖励了股票期权后上涨，那么股票期权的价值也会上涨。在很多情况下，这笔潜在的收益对高管来说是巨大的。虽然对于一些CEO 来说，通过股票期权获得数百万甚至上亿美元的收益是很罕见的。然而，当股价下跌时，高管们受到的直接货币损失也不会太多。站在股东的角度来看，这是不公平的。巴菲特认为，高管们也应该参与到股票的上涨和下跌行情中，同股东们一样。出于这个原因，应该鼓励高管们持有公司的股票。

当通用再保险公司被伯克希尔-哈撒韦公司收购时，巴菲特改变了通用再保险公司的补贴计划。“我出席了这个重要的股东投票表决兼并意见的会议。”巴菲特说道。他想要改变通用再保险公司目前的计划，虽然在现有情形下将会花费近10亿美元。

在评估一家公司的前景时，投资者应该调查高管的补贴计划。贪心的高管喜欢股票期权胜于其他形式。激励结构导致了股票期权的出现，因为管理者们更关心自己的利益，这对股东来说是潜在的巨大成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本。管理者们也更倾向于关心短期的利益，而不是长远的利益，因为通常情况下股票期权有一个到期时间。

CEO经常滥用股票期权的补贴体制。纽约大学的金融学教授大卫·耶马克（David Yermack）发现，股票期权的时间选择经常与股票价格波动保持一致。在2007年年底， 165家公司都因股票期权的授予和实践而被联邦政府调查。这好比执行董事经常在公司有利的消息公布前，收到股票期权的奖励，因此， CEO获益，但这是以股东的利益受损为代价的。证据也表明，一般而言，坏消息在期权授权日之前发布，好消息在期权授权日之后发布。

例如，1998年，有好几个原因导致美国胜达特集团的股价下跌得很厉害，其中包括一个财务丑闻。当胜达特集团股价下跌时， CEO亨利·西尔弗曼（Henry Silverman）价值2 580万美元的大部分股票期权，最初每股价格为17～31美元，在当时重新定价后，每股只有9.81美元，胜达特集团最近的股价为每股15美元。因此，在1998年，西尔弗曼赚了6 390万美元，并且在输油管上赚了4亿美元。对他来说，股价下跌并不碍事。当然，如果股价上涨，他会赚得更多。这就像丢硬币，正面我赢，反面你输。无论结果怎样，都是我赢。然而，股东们不仅因股价下跌遭受损失，在支付给公司高管高额的补贴时，他们可能损失了更多。

如何识别优秀的CEO或其他高级经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在伯克希尔-哈撒韦公司的年会上，沃伦·巴菲特表示，如果追求盈利意味着要和他不信任的人进行合作，他会放弃盈利机会。换言之，如果你怀疑这家公司的CEO，那你就不要购买这家公司的股票。如果你投资了该公司很长一段时间，那么管理质量比当前利润更重要，因为如果管理质量不好，利润是很难维持下去的。根据巴菲特的思想，优秀的CEO 有以下几个特点：

过去的记录很重要。据我所知，伯克希尔-哈撒韦旗下所有子公司的CEO，在他们各自的公司或领域中都有优异的工作记录。巴菲特不喜欢从一个领域雇用员工之后，再让他从事另一个领域的工作。这与他的原则——待在你力所能及的范围内，是一致的。这可能是罗伯特·纳德里（Robert Nardelli）在家得宝公司没有取得成功的原因之一。2000年，他继成功运营通用电气公司的煤矿和机车业务后，成为了家得宝的CEO，但纳德里缺少零售的经验。 2007年，他被要求辞去家得宝的职务，几个月后被任命为克莱斯勒的CEO。 2009年，当克莱斯勒申请破产时，他同意在公司破产后辞去他的职位。

要防止CEO的补贴出现滥用的现象。支付CEO丰厚的报酬没有错，但报酬过高就表明公司治理文化松懈。在家得宝公司，纳德里的问题可能起因于他来自不同的领域，但他也通过谈判达成了丰厚的报酬契约。他因为有机会享受公司商务机和其他昂贵的优待而受到批评。纳德里的补贴也被设计得很好，他在离开家得宝公司的时候，拿到了2.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿美元的解雇补偿金，而没有考虑他对当时公司股价下跌超过40%是负有责任的。支付给CEO高额的报酬在公司建立起了金钱思维文化。这样的CEO不能得到员工的尊重。当公司在艰难时期濒临倒闭时，他们无法有效地领导公司。从长远来看，这样的组织对股东来说也是不利的。

CEO应该有一个在概念上能够完全解释得清楚的工作框架。你应该认真听一听CEO在公众集会或电话会议上的回答。举个例子，如果一名CEO将公司拓展到一个新的领域，而他在这个领域缺少经验，那么他又该怎样解释这个决定呢？你需要好好听听CEO的解释。当CEO预测收益时，巴菲特非常用心，他说："我们不轻信那些时常声称自己了解未来的CEO，并且对他们能否达到他们公布的目标深表怀疑。那些经常承诺会达到数据目标的管理者，在某些时候会受到诱惑去修改公司的财务数据。"事实上，很难避免公司做预测，因为绝大多数公司都这样做，但我们可以避免投资那些定期公布完成不可能目标的公司。

你要看一下，近几年来公司主席写给股东们的年信（通常是由CEO一起签订的）。如果信中总是出现一些辩解之词， 这家公司的管理质量就应该引起你的重视。在很多这样的年信中，成功一般都归功于良好的管理，而失败则归于外因，例如天气或者贸易倾销等。所以，你愿意与习惯性找借口或是回避责任的公司管理者做搭档吗？

你应该出席每年的股东大会。股东大会给了你很好的机会，让你可以通过管理层对股东提出的问题做出的回答，去评估公司的管理者。你可能对公司管理层在公司财政报告上反映的情况了解得不多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但你应该要了解管理者对股东的态度，这是你在股东大会上一定要做的。你要建立起一种你是否应该相信这家公司的感觉。巴菲特和芒格经常强调管理的重要性，并且从来不投资那些他们不信任管理能力的公司。为了表明他对不同公司管理能力的信任程度，巴菲特会在不同的时间点上，转让他在美国运通公司、《华盛顿邮报》和所罗门兄弟公司的表决权。

最后，也是至关重要的，就是公司的员工和CEO应该具备良好的品行。当比尔·盖茨被问到你最羡慕沃伦·巴菲特什么时，他回答道："和沃伦在一起，你可以学到很多东西，他是这个世界上诚实和廉正的榜样。"伯克希尔-哈撒韦公司不同的股东年会上，都会放映巴菲特1991年在国会的声明，他在声明中解释了他的公司哲学。那时候，巴菲特是投资银行所罗门兄弟公司的主席。他告诉国会，信已经寄给所罗门兄弟公司的所有员工，让他们遵守法律，表现得好像他们从没有为他们的行为感到羞愧一样。巴菲特在信中写道："公司损失了金钱，我可以理解；但公司的声誉哪怕受到一点点的损失，我都不会原谅。"很明显，钱很重要，但作为一名CEO，钱不是最主要的动力。诚实和廉正对公司的长久生存更加重要。

考虑到以上几点，你应该要有分辨公司CEO品质的能力。不过，上述六点还不足以作为研究公司管理的详尽清单。举一个例子，我更愿意与生活风格比较简朴的CEO一起投资。但我并不是想表达要识别像巴菲特这样以股东为导向的CEO很容易。不过，投资者要尽全力做到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些。毕竟，你只需要找出几名出色的CEO就能成为成功的投资者。这确实是一个非常值得关注的问题。

小结

作为一名投资者，你应该寻找一些优秀的公司，这些公司的CEO 拥有大量的公司股票，但是公司给他们的补贴又不会太多，尤其是在股票期权方面。如果高层管理者是以股东为导向的、公平地进行补贴，并且有完善的激励计划，那么就会一级一级传递下去。所有的员工都会提高积极性，努力工作，公司也会收获意想不到的成果，最终也会像伯克希尔-哈撒韦公司那样成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三十章　　大股东，他们是你的朋友

沃伦·巴菲特拥有伯克希尔-哈撒韦公司26.91%的股票。

——《伯克希尔-哈撒韦公司股东签署的委托书》，2009年

沃伦·巴菲特是伯克希尔-哈撒韦公司最大的股东，并且有效地掌控着公司的运营。类似地，沃尔玛被沃尔顿家族控制着；嘉信理财公司被查尔斯·施瓦布控制着；美国在线被史蒂夫·凯斯（Steve Case）控制着；星巴克被霍华德·舒尔茨（Howard Schultz）控制着；亚马逊网站被杰弗里·贝佐斯（Jeffrey Bezos）控制着；甲骨文（Oracle）被拉里·埃里森（Larry Ellison）控制着；戴尔电脑公司被迈克尔·戴尔控制着。这些公司都运营良好，有些已经成立了一二十年，有些甚至更久。

从由创始人掌管的公司中寻找投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然你可能错过了投资新上市的成功企业的机会，但如果你继续寻找，还有许多企业可能吸引你的注意力。作为一名投资者，为了潜在的投资收益，应该仔细调查由家族或个人控股的公司——它们通常管理完善、对股东友好，特别是一些创始CEO仍然掌管着的公司。在一个著名的研究中，美国大学的罗恩·安德森（Ron Anderson）和坦普尔大学（Temple University）的大卫·里布（David Reeb）表明，在标准普尔500指数的所有公司中，家族企业比非家族企业表现得更出色。其他的调查也显示，如果创始CEO依然掌管着公司，那么公司的业绩会更好。为什么会出现这样的现象呢？

虽然巴菲特没有参与创建伯克希尔-哈撒韦公司，但自1965年起，他就开始管理这家公司， 1970年又成为了公司的董事会主席。所以说，实际上，他是伯克希尔-哈撒韦公司的创始人。作为CEO，他努力工作，并且给公司的股东们带来了巨大的财富。对一名投资者来说，最重要的一点就是考虑，在经历了首任CEO成功创立公司之后，这家公司是否会一直运营良好。因为成功的企业家或者创始人会对他们已经实现的目标感到自豪，因此会有强烈的欲望想要让公司继续经营下去，并取得出色的业绩。对他们来说，这是他们的个人愿望。就像大多数人希望他们的家庭能够成功，他们上的大学是名牌大学，他们的孩子能够成为最优秀的人一样，公司的创始人也希望公司有一个长远而成功的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一名富有激情的管理者或商人，不会简单地满足于一个目标的实现，因为每一个小的成功都是为了铺平道路以实现更大的目标。就像一名成功的高中足球教练是为了成为大学教练，甚至更厉害的人物而努力。因此，当你与成功的企业家一起投资时，你的收益情况就会很好，一些成功已经在股价上反映出来了。如果你在1982年投资了沃尔玛，它那时已经在纽约证券交易所上市了10年，到现在，你将赚得惊人的回报——在接下来的10年里，将会有超过10倍的回报。当然，无论何时，你都应该对公司做一下具体分析。

在第二、第三或第四代时期，一个家族控股的集团可能不如在第一代创始人手中经营得那么成功。摩托罗拉和惠普公司已经历了两代多，正面临着断断续续的麻烦。虽然两者都是世界级的大公司，但它们最近的表现都无法与早期的表现相提并论。类似的，亨利·福特（Henry Fort）和杜邦（E. I. DuPont）遗留下来的企业家精神也是无法复制的，即使这些家族在公司中保持着相当重要的地位。因此，作为一名投资者，当创始CEO不再对公司有影响力时，你应该更全面地研究这家公司。

在标准普尔500指数的领域中，大多数公司都是由它们的创始人运作的。安德森和里布发现，在标准普尔500指数中有1/3的公司是创始家族型的，并且这些家族拥有公司大约18%的股权。但你要铭记一点，这些公司的股价波动都十分剧烈，有时股价被炒作得很高，有时又下跌得很厉害。在某种程度上，出现这种情况是因为创始人不像聘用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经理那样，会将大量的精力放在股价波动上面。但同样的，创始人也不太愿意利用盈余来操纵股价。总的来说，在其他因素不变的情况下，你投资那些创始人运营的公司不太可能出错。

对一名以所有者为导向的经理来说，控股权是很重要的。因为在公司股价下跌的情况下，他不会轻易受到公司恶意收购者的干扰。相反，他依然可以将注意力放在公司的长远发展上。如果是这样的话，那么对股东们来说，控股权在一个或者少数人手中是有利的。控股权通常是通过保持双重等级的股票结构来实现的，其中一种股票，其每一单位对经济事项或现金流拥有更高的表决权。在伯克希尔-哈撒韦公司的例子中，A类股每一股的经济收益是B类股的30倍，但表决权却是B类股的200倍。伯克希尔-哈撒韦公司曾宣布了50∶1的B类股分割方式，有效期从2010年开始，具体日期仍未宣布。此外， A类股不会被拆分。因为巴菲特和查理·芒格两个人联合起来对公司有着决定性的控股权，所以他们不担心恶意收购。

谷歌公司也有双重等级的普通股股票结构。 CEO埃里克·施密特（Eric Schmidt）、谢尔盖·布林（Sergey Brin）、拉里·佩奇（Larry Page）分别持有约22%的股票，但他们控制着大约66%的表决权。 2004年，当谷歌公司以双重等级的股票结构上市时，遭到了来自主流媒体的一些文章的批评。如果当时投资者忽略了这些批评并购买了谷歌公司的股票，在几年的时间里，就将获得几倍的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

公司的大股东很可能监控公司的管理，但当股权更分散的时候，这样做几乎是不可能的。类似地，持有大量股票的CEO们对股东而言也会变得更有利。除非巴菲特决定竞选政治职务，不然，在通常情况下，你的钱在巴菲特或者其他企业家手中，要比在绝大多数公司受聘用的经理手中更安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语

B=棒球=巴菲特

沃伦·巴菲特经常运用运动类比的方式来解释投资游戏，在本书的结语中，我将解释投资成功的关键特征。

当我们打棒球，或者做其他运动时，是什么激发出了我们的活力呢？当我们打牌时，又是什么激发了我们想要取胜的心情呢？有没有一个重要的原因，让我们在任何游戏中，包括投资游戏中，感觉更好呢？如果非要我指出一个，那么我会说是生存的天性。它曾在《自私的基因》（The Selfish Gene）和早期的《物种起源》（The Origin of Species）中被系统地解释过。生存的天性导致玩家渴望成功。生存的天性可以看作一种对成功的渴望。一旦我们带着这种赢得一场比赛的心态，我们接下来的行为就会自然而然地将我们放在最有利的位置去取得成功。

不要亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对成功的渴望是应用于生活、运动和投资的首要前提，其他规则都是这条基本规则的衍生物。我们先从棒球开始说起。每一个人在打棒球时，都会被告知："你要将注意力集中在这个球上。"如果你的目标是赢得比赛，并将这个想法深深刻在心中，同时你又将所有的杂念放在一边，那么你就可以尽可能地将球看清楚。当你很自觉地将注意力全部放在上面的时候，你的身体就会很自然地做出反应，而这一切可能会让你感到惊讶。这是因为你已经建立起了一种对成功的渴望。此外，假设你输掉了一场游戏，因为你打高飞球的时候被矮篱笆拦住了，而且你意识到这次失败是因为你缺乏力量，所以不能将球打出公园。如果你已经将基本规则铭记在心，你就会被驱使着去健身房锻炼，以增加肌肉的力量。

我们把同样的道理运用于股票市场。因为股票市场都是与钱相关的，所以如果你赚钱了，就代表你赢了。至少，你肯定不希望输掉你最开始投入的本金。巴菲特所说略有不同，但道理是一样的，他说："第一规则：不要输钱。"

我们在本书中已经讨论过的大多数思想都是我们同时思考不输和赢的过程中产生的。当你计划投资的时候，你应该看一看巴菲特"不要输钱"的规则，并且问问自己："在什么情况下，我会输钱呢？"通过试着确定输钱的可能性，在一个非常基本的水平上，你自然就会开始考虑价值投资。如果你发现由于自己对价值投资不了解从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而一直在输钱，你就会被激发从而想要去学习更多关于价值投资的知识。然后，为了赚更多的钱或者获得高收益，你会开始认真查看有成长潜力的公司，并且最终懂得成功投资的原理。在这一点上，通过以下两个原理——小心不要输和想方设法去赢，你将会学着将价值投资和成长性投资结合起来，正如我在本书中所说的。这就是巴菲特式投资战略。

一旦你培养了对成功的渴望，你的潜意识就会指引你利用其他的规则来实现成功。这样一来，你很可能会获得超大回报，就像巴菲特那样。巴菲特并非简单地运用价值投资和成长性投资，而是拥有一套完整的投资策略。他在市场上会明智地使用金融工具，例如，期权、期货和交换权。他同时也管理着世界级的大公司，在保险业、零售业、制造业、公用事业和金融服务业都有操作。巴菲特拥有一个良好的心态，这让他在分析市场行情时，能够站在一个客观的立场。因为这些原因，我称他为“新生投资者”。可能你的终极目标，也是成为一名“新生投资者”。值得欣慰的是，在投资游戏中，不需要特别高的智商和神奇的咒语。总之，一旦你决定要成功，那么你就有可能成功。

在你能胜任的范围内投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于“对成功的渴望”这篇文章，有一个问题总是萦绕在我的脑海中：“你要怎样做才能打败国际象棋冠军博比·菲舍尔（Bobby Fischer）呢？”是的，这有点偏题了。但是如果你想要打败博比·菲舍尔，你不应该和他下棋，你应该先找一项你能够赢他的游戏。用一下棒球的类推原理，假设你尽了全力但是你依然输了，那么你们玩的就是一个错误的游戏。你应该找一个新游戏，一个你能够赢的游戏。如果你个子很高，你应该试一试和他玩棒球；如果你耐力很好，你应该和他比赛马拉松。

找到对的领域对投资来说是至关重要的。如果高科技产业不是你擅长的领域，那么你就不要去投资。巴菲特就没有投资高科技产业。你应该找一个你能赚钱的产业，然后再去投资。如果你不能预见公司在未来10年内将如何发展，那么你就不要投资；找一家你了解的公司，这样便于你预见它未来的发展前景。你不用擅长每一项运动，同样，你也不用对每一只股票都有所了解。总而言之，待在你能力范围内的圈子中，巴菲特总是提起这个投资规则。在《打棒球》（Batting）这本小册子中，贝比·鲁斯（Babe Ruth）写了棒球获胜的一个简单规则：“学习不对坏球挥棒。”同样，你应该只投资你了解的公司，并且当市场价格对股票的内在价值是有利的时候。但有一点很重要——耐心。你要耐心地等待，等待一个好球或者一只好股票的出现，然后你再挥棒。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

找到对的人

在体育运动中，关键性的决定都是由管理者来做的，比如设计什么样的前景，聘用哪个教练。行动有效的、素质较高的管理者是成功的先决条件——正如迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）展现的那样，在总经理比利·比恩（Billy Beane）和他非常成功的棒球队奥克兰运动家队（Oakland Athletics）时期，他们表现得很突出，尽管在电影《点球成金》（Moneyball）中的经济资源有限。在投资方面，原理也是相同的。巴菲特强调，管理能力和诚实的重要性是在其他因素之上的。如果你想在投资游戏中获胜，你应该寻找有杰出管理能力的公司。伯克希尔-哈撒韦就是这样一家公司，幸运的是，我找到了它。或者你也可以找到像巴菲特这样出色的投资者，然后购买他所在公司的股票。如果他们在募集资金，那你就应该投资这些公司。祝你好运！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译后记

当人们进入投资领域的时候，每个人都希望自己能够成为第二个“巴菲特”。无论经济是繁荣昌盛，还是危机四伏，无论股市行情是牛气冲天，抑或疲软低迷——巴菲特在市场上的表现总是那么成功。从艾森豪威尔时代到比尔·克林顿执政，从20世纪50年代到20世纪90年代，从便鞋、越南战争到债券、信息时代。在第二次世界大战后的美国，主要股票的年均收益率约为10%，巴菲特的年均收益率却达到了28%。即使是遭遇了2008年的全球金融危机，巴菲特的投资表现依然可圈可点。巴菲特缔造的投资收益传奇是每位投资者渴望的目标。然而，历史只记载一位巴菲特先生。于是，市场上关于巴菲特的各种介绍，关于他投资风格的分析、投资技巧的解密以及他与其他投资大师之间的比较等，各种书籍层出不穷、各有特色。

在普通投资者的心目中，巴菲特是价值投资的代名词。巴菲特购买的不仅仅是股票，更多情况下，他购买的是公司、行业，甚至是产业。巴菲特在选择投资对象的时候，总是有其独特的原则和方法。但事实上，巴菲特的投资理念不仅是价值投资，同时还包括成长性投资。本书正是从这一大前提出发，为我们诠释了一个全新的巴菲特式投资模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么巴菲特会取得如此巨大的成功呢？一个非常重要的原因就是巴菲特非常享受投资，这种享受不仅体现在对投资业绩的满意，而且还渗透在投资的整个过程中。本书作者在最开始的时候就告诉读者，要想取得像巴菲特那样的骄人投资业绩，首先就要对投资非常感兴趣，并且享受投资带来的快乐。随后作者通过深入解读伯克希尔-哈撒韦公司发展过程中遇到的各种重要事件，为我们更好地了解巴菲特的投资理念提供了一个全新的视角。在介绍巴菲特的投资模式和特征的过程中，本书的分析总是结合具体的投资案例和行业而展开，语言简练诙谐，表达含义明确，传递信息清晰，对普通投资者掌握和了解巴菲特的投资哲学精髓有非常大的帮助。即使是没有任何投资经验的读者，阅读本书也会收获不少知识。

我们特别感谢出版社的编辑们，她们在我们的翻译过程中提供了非常多的帮助，并为编辑本书做了大量细致、具体的工作。在翻译过程中，安然、王秋丽、马克南、程倩和余梦宜帮忙做了大量的文字工作，沈嘉诚、章雨棠、朱碧韵、赵瑶瑶和莘飞扬帮忙搜集了相关资料。汪秋芳和黎小青两位同志在本书的翻译过程中提出了宝贵意见，在此一并表示感谢。全书最后由汪涛通读定稿。因时间紧张，文中不足之处欢迎读者批评指正。

汪涛 郭宁 韩瑾

于浙江大学城市学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015年1月